

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 14/06

Acusados: Alessandra Soares de Andrade Hidalgo
Alta Commodities & Futures CM (atual Alpes Investimentos e Participações Ltda.)
America Invest CCTVM Ltda.
Antonio Carlos Borges Camanho
Antonio Cláudio Schaefer
Antonio Geraldo da Rocha
Banco de Investimentos Credit Suisse Brasil S/A
Benito Siciliano
Bruno Licht
Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro
Carlos Ciampolini
Carlos Eduardo Carneiro Lemos
Carlos Eduardo da Silva Bessa
Cássio Ribeiro Correa
City CCVM Ltda. (sucédida por City Empreendimentos e Serviços Ltda.)
City DTVM (sucédida por City Empreendimentos e Participações Ltda.)
Cláudio Aldoniro Wildner Leal
Comercial Asset Management Administração de Recursos S/A (Sucessora da Comercial S/A CVC)
David Bensussan
Edgar da Silva Ramos
Eduardo Moraes de Carvalho
Estela dos Santos Mendes
Fábio Sequeiros de Aguiar
Fator Dória & Atherino S/A CV (atual Fator S/A CV)
Francisco Regis Fischer
Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. (sucessora da Agenda CCVM Ltda.)
Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos
Glayde Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro
Guilherme Queiroz Siepmann
Indusval S/A CTVM
Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.
Jeronymo Monteiro de Sá
João Antonio Castilho Perea
José Carlos de Carvalho Dias
José Costa Gonçalves
José Duclerc Moretti Santana
Luiz Antonio Sales de Mello
Luiz Carlos Pires de Araújo
Luiz Cláudio Carneiro Leão
Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa
Luiz Kleber Hollinger da Silva
Majesty Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre
Marcos César de Cássio Lima
Maria de Fátima Schaefer
Máxima Asset Management S/A

Máxima S/A DTVM (sucessora da MultiStock S/A CCV)
Maximiliano Chinaglia
Miranildo Cabral da Silva
Múltipla CVM S/A (atual Múltipla CM Ltda.)
Norsul Participações Ltda. (sucessora da Norsul CCVM Ltda.)
Novação CTVM S/A (atual Novação DTVM Ltda.)
Novinvest CVM Ltda.
Paulo Antonio Fontenelle Reis
Paulo Roberto Bello Correia Lima
Paulo Sérgio Pimentel
Quality CCTVM S/A
Reginaldo Alves dos Santos
Ricardo Siqueira Rodrigues
Ronaldo Marchese Schmidt
Saul Dutra Sabbá
Senior Assessoria e Consultoria S/A (ex-Senior CCVF Ltda.)
Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo
Sílvia Luiz Laudisio Leonhardt
Stock Máxima Gold Fundo de Renda Fixa – CE
The First Stock Equity Fund L imited
Virgílio Lopes

Ementa: Suposta realização de operações fraudulentas, práticas não equitativas e criação de condições artificiais de preço, demanda e oferta no mercado de valores mobiliários. Absoluções.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu absolver os acusados de todas as imputações feitas.

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

Presente o acusado José Duclerc Moretti Santana.

Proferiram defesas orais os seguintes advogados:

Ari Cordeiro Filho, representando os acusados David Bensussan e Norsul Participações Ltda.;

Antonio Carlos Verzola, representando a Novinvest CVM Ltda. e Ricardo Siqueira Rodrigues;

Raphael de Moura Rangael Nei, representando Ronaldo Marchese Schmidt;

Maria Fernanda Gouveia, representando os acusados Benito Siciliano e Jeronymo Monteiro de Sá;

Mario Miguel, representando Carlos Ciampolini, Estela dos Santos, Reginaldo Alves dos Santos, Indusval S/A CTVM e Alpes Corretora; e

José Carlos Torres Neves Osório, representando a Agenda CCVM Ltda., Guilherme Queiroz Siepman, Luiz Antonio Sales de Mello e Majesty Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre.

Presente o procurador-federal Raul José Linhares Souto, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Ausente o diretor Otavio Yazbek.

Rio de Janeiro, 31 de agosto de 2010.

Marcos Barbosa Pinto

Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/2006

Reg. Col. nº 6651/2009

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários

Diretor Relator: Marcos Barbosa Pinto

Relatório

1. Introdução *

2. Operações Irregulares *

3. Argumentos Comuns da Defesa *

Prescrição *

Precificação das Opções *

Controles da BVRJ *

Lógica das Operações *

Insuficiência Probatória *

Materialidade e Individualização *

Atipicidade *

Conflito de Normas *

Absolvição em Caso Análogo *

4. Individualização de condutas e defesas *

Primeiro Bloco *

José Carlos de Carvalho Dias *

Carlos Eduardo Carneiro Lemos *

Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos *

Gláide Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro *

Virgílio Lopes *

Ricardo Siqueira Rodrigues *

Fábio Sequeiros de Aguiar *

Cassio Ribeiro Correa *

Majesty Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre *

Luiz Carlos Pires de Araújo *

Luiz Antonio Sales de Mello *

Guilherme Queiroz Siepmann *

Francisco Régis Fischer *

Paulo Roberto Bello Correia Lima *

Merrill Lynch Participações, Finanças e Serviços Ltda. *

Agenda CCVM Ltda. e Pessoas Ligadas *

Novinvest CVM Ltda. e Pessoas Ligadas *

Senior CCVF Ltda. e Pessoas Ligadas *

Fator Dória & Atherino S.A. CV e Pessoas Ligadas *

Multiplic CVM S.A. e Pessoas Ligadas *

Americainvest CCTVM Ltda. e Pessoas Ligadas *

Merrill Lynch S.A. CTVM e Pessoas Ligadas *

Segundo Bloco *

Reginaldo Alves dos Santos e Alta Commodities & Futures Corretora de Mercadorias Ltda. *

Maximiliano Chinaglia e João Antonio Castilho Perea *

Estela dos Santos Mendes *

Antonio Carlos Borges Camanho *

Indusval CTVM e Pessoas Ligadas *

Terceiro Bloco *

Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo *

Alessandra Soares de Andrade Hidalgo *

Gerson Scaciota Rebane *

Silvio Luiz Laudisio Leonhardt *

Multistock S.A. CCV e Pessoas Ligadas *

Máxima Asset Management S.A e Pessoas Ligadas *

Quality CCTVM Ltda. e Pessoas Ligadas *

Comercial S.A. CVC e Pessoas Ligadas *

Norsul CCVM S.A. e Pessoas Ligadas *

Quarto Bloco *

City CCVM Ltda. e Pessoas Ligadas *

José Duclerc Moretti Santana *

Inácio Fradique Moretti Santana *

Paulo Antônio Fontenelle Reis *

Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda. *

City DTVM Ltda. *

Novação CTVM S.A e Pessoas Ligadas *

Antonio Cláudio Schaefer e Maria de Fátima Schaefer *

Administradores do CSFB Global Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro *

Banco Pactual S.A. e Pessoas Ligadas *

Administração da Real Grandeza *

Introdução

1. O processo foi instaurado para apurar a responsabilidade dos acusados por supostas operações ilícitas com objetivo de auferir lucro em detrimento da Fundação Real Grandeza de Previdência Privada ("Real Grandeza").
2. As operações investigadas ocorreram nos mercados à vista e de opções.
3. Segundo a acusação, a Real Grandeza teria reiteradamente adquirido ações e lançado opções de compra dessas ações por preços inferiores ao justo, em operações pré-combinadas com suas contrapartes, que viriam a posteriormente auferir um expressivo lucro ao revender as opções ou exercê-las.
4. As pessoas que teriam participado desse conluio foram acusadas de violar o item I da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979 por terem incorrido nas alíneas 'a', 'c' e 'd' do item II da mesma Instrução:

I – É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II – Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

a) Condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

(...)

c) Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

d) Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários aquela de que resulte direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

5. No curso das investigações, a comissão de inquérito também apurou que alguns administradores de carteira teriam exercido suas funções sem diligência e, por essa razão, foram acusados de violar o art. 14, II e IV, da Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999:¹

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

(...)

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

(...)

6. Para abordar essas acusações e respectivas defesas, optei por organizar esse relatório da seguinte forma.
7. No item 2, seguinte a essa introdução, relato os aspectos gerais das operações consideradas irregulares. Nesse ponto, trato apenas do conjunto das infrações, sem ainda mencionar as especificidades e a participação de cada um dos acusados. Na seqüência, no item 3, resumo argumentos de defesa que foram comuns a vários acusados e que negam a própria ocorrência do conluio.
8. Finalmente, no item 4, apresento a acusação contra cada um dos supostos envolvidos no conluio, seguida das razões de defesa naquilo que elas possuem de específico e que, portanto, não tenha sido mencionado no item 3.

1. Operações Irregulares

1.

1. A Secretaria de Previdência Complementar ("SPC") analisou 113 grupos de operações estruturadas ("OE") realizadas pela Real Grandeza entre 1999 e

2001. Nessas operações, a Real Grandeza realizou o chamado lançamento coberto, ou seja, lançou opções de compra sobre ações simultaneamente adquiridas para sua carteira.

- As OE foram realizadas nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e São Paulo e envolveram diversos ativos, corretoras e contrapartes. Cada OE representa um conjunto de negócios com uma mesma ação e respectivas opções de compra; mas dentro de cada OE, os diversos negócios de compra e venda que a compõem também envolveram várias corretoras e contrapartes. A discriminação completa das 113 OE e dos negócios que as compõem está nas fls. 10710/10837.
- A comissão de inquérito entendeu que os prêmios recebidos pela Real Grandeza no lançamento de opções foram freqüentemente baixos, comparados aos preços teóricos que apurou por meio da aplicação de modelo de Black & Scholes ("B&S").
- Dos 113 lançamentos de opções efetuados pela Real Grandeza e analisados pela SPC, 78 foram na Bolsa de valores do Rio de Janeiro ("BVRJ"). Desses 78, em 76 a Real Grandeza teria recebido valores inferiores aos justos, segundo o modelo B&S; em 61, os valores seriam inferiores a 70% dos preços justos; e em 14, os valores seriam inferiores a 40% dos preços justos, segundo o mesmo modelo. A tabela a seguir evidencia isso:

OE	Ação	Série	Data	Vencimento	Preço à Vista	Preço de Exercício	Prêmio Teórico	Prêmio Recebido	Pr rec / Pr teórico
1	Telesp PN	CFJ	06.04.99	21.06.99	215,00	225,00	20,27	10,00	49,33%
2	Telesp PN	CFK	09.04.99	21.06.99	223,00	230,00	21,96	11,50	52,37%
3	Telesp PN	CHQ	26.04.99	16.08.99	197,00	212,00	13,41	11,05	82,40%
4	Telesp PN	CHM	29.04.99	16.08.99	203,00	218,00	14,45	11,20	77,51%
5	Telesp PN	CHT	30.04.99	16.08.99	207,00	222,00	15,89	11,40	71,74%
6	Telerj PN	CHH	07.05.99	16.08.99	41,02	41,00	6,97	4,02	57,68%
7	Telerj PN	CHJ	10.05.99	16.08.99	41,86	45,00	3,97	2,67	67,25%
8	Telerj PN	CJA	11.05.99	18.10.99	40,93	45,00	5,17	3,50	67,70%
9	Telesp PN	CHD	14.05.99	16.08.99	216,00	225,00	19,85	11,00	55,42%
10	Petrobras PN	CHJ	02.06.99	16.08.99	247,00	220,00	21,76	11,50	52,85%
11	Petrobras PN	CJE	30.06.99	18.10.99	270,00	290,00	19,30	13,00	67,36%
12	Telesp PN	CJQ	08.07.99	18.10.99	200,00	212,00	11,47	8,90	77,59%
13	Telesp PN	CJZ	21.07.99	18.10.99	191,06	201,00	12,70	7,70	60,63%
14	Tele C O Cel PN	CJK	21.07.99	18.10.99	2,09	2,20	0,14	0,09	64,29%
15	Tele C O Cel PN	CJK	22.07.99	18.10.99	2,10	2,20	0,16	0,09	56,25%
16	Tele C O Cel PN	CJI	26.07.99	18.10.99	1,98	2,10	0,13	0,08	61,54%
17	Tele C O Cel PN	CJJ	27.07.99	18.10.99	2,05	2,17	0,15	0,09	60,00%
18	Copel PNB	CJA	06.08.99	18.10.99	11,65	12,10	0,62	0,47	75,81%
19	Petrobras PN	CJY	06.08.99	18.10.99	243,00	251,00	12,52	10,32	82,43%
20	Petrobras PN	CJI	09.08.99	18.10.99	237,00	245,00	13,43	9,60	71,48%
21	Telesp PN	CLA	10.08.99	20.12.99	166,00	182,00	9,80	7,00	71,43%
22	Petrobras PN	CLK	11.08.99	20.12.99	237,01	259,00	16,56	10,20	61,59%
23	Telesp PN	CLB	16.08.99	20.12.99	173,30	188,00	9,79	7,50	76,61%
24	Petrobras PN	CLA	19.08.99	20.12.99	240,00	260,00	19,66	10,50	53,41%
25	Petrobras PN	CLP	20.08.99	20.12.99	250,00	270,00	20,96	11,40	54,39%
26	Petrobras PN	CLS	25.08.99	20.12.99	253,00	273,00	22,19	10,70	48,22%
27	Petrobras PN	CBL	22.10.99	21.02.00	304,00	327,00	22,57	14,95	66,24%
28	Telesp PN	CBB	28.10.99	21.02.00	179,33	195,00	7,80	9,33	119,62%
29	Telesp PN	CBB	29.10.99	21.02.00	182,50	195,00	11,77	12,50	106,20%
30	Telesp PN	CDE	23.11.99	17.04.00	182,00	202,00	20,52	8,60	41,91%
31	Petrobras PN	CDE	25.11.99	17.04.00	391,00	435,00	32,30	18,50	57,28%
32	Bradesco PN	CDB	29.11.99	17.04.00	10,72	12,00	0,74	0,54	72,97%
33	Petr Ipiranga PN	CDC	09.12.99	17.04.00	19,00	21,50	1,48	0,95	64,19%
34	Telerj PN	CDO	22.12.99	17.04.00	39,41	43,00	5,74	1,90	33,10%
35	Telerj PN	CDO	23.12.99	17.04.00	39,95	43,00	6,01	2,45	40,77%
36	Telerj PN	CDK	23.12.99	17.04.00	40,41	44,00	5,89	2,00	33,96%
37	Telerj PN	CDN	27.12.99	17.04.00	41,55	35,00	5,88	1,90	32,31%
38	Telerj PN	CDJ	29.12.00	17.04.00	43,98	47,50	4,84	2,20	45,45%
39	Telerj PN	CDQ	30.12.99	17.04.99	44,59	48,50	5,05	2,00	39,60%
40	Cemig PN	CDJ	06.01.00	17.04.00	37,50	40,50	3,89	1,60	41,13%
41	Telerj PN	CDH	10.01.00	17.04.00	43,33	46,50	3,37	2,05	60,83%
42	Telerj PN	CDH	11.01.00	17.04.00	43,04	46,50	3,55	1,80	50,70%
43	Telerj PN	CFB	12.01.00	19.06.00	41,50	48,00	4,22	2,00	47,39%
44	Bradesco PN	CDG	13.01.00	17.04.00	14,70	15,60	1,71	0,86	50,29%
45	Telerj PN	CDP	13.01.00	17.04.00	44,39	48,00	3,65	1,90	52,05%
46	Telerj PN	CFC	13.01.00	19.06.00	44,70	52,00	4,20	2,31	55,00%
47	Bradesco PN	CDJ	14.01.00	17.04.00	15,90	17,20	1,71	0,86	50,29%
48	Bradesco PN	CDJ	14.01.00	17.04.00	16,17	17,20	1,85	0,81	43,78%
49	Cemig PN	CFF	14.01.00	19.06.00	36,00	41,50	4,54	1,60	35,24%
50	Cemig PN	CFH	14.01.00	19.06.00	36,90	42,50	4,67	1,60	34,26%
51	Bradesco PN	CDL	19.01.00	17.04.00	15,82	16,70	1,97	0,80	40,61%

52	Telerj PN	CDT	21.01.00	17.04.00	50,42	54,00	4,61	2,25	48,81%
53	Petr Ipiranga PN	CFF	26.01.00	19.06.00	20,50	23,50	1,90	0,97	51,05%
54	Petrobras PN	CFC	26.01.00	19.06.00	418,02	460,00	31,53	20,00	63,43%
55	Petrobras PN	CFC	27.01.00	19.06.00	422,00	460,00	33,54	23,50	70,07%
56	Telerj PN	CDU	26.01.00	17.04.00	50,02	53,00	5,89	2,20	37,35%
57	Telemar PN	CDP	27.01.00	17.04.00	48,00	51,00	7,17	2,20	30,68%
58	TLPP PN	CFH	28.01.00	19.06.00	52,99	60,00	9,40	2,40	25,53%
59	TLPP PN	CFI	02.02.00	19.06.00	54,26	61,00	9,03	2,40	26,58%
60	Banespa PN	CFJ	03.02.00	19.06.00	67,33	75,00	6,35	3,40	53,54%
61	Banespa PN	CFJ	04.02.00	19.06.00	67,46	75,00	6,64	3,60	54,22%
62	Banespa PN	CFJ	08.02.00	19.06.00	67,72	75,00	6,59	3,82	57,97%
63	Banespa PN	CFJ	09.02.00	19.06.00	67,73	75,00	5,78	3,83	66,26%
64	Cemig PN	CFL	03.02.00	19.06.00	30,93	35,00	2,07	1,40	67,63%
65	Cemig PN	CFI	08.02.00	19.06.00	32,95	37,00	2,18	1,55	71,10%
66	Cemig PN	CFN	09.02.00	19.06.00	33,33	37,50	2,58	1,60	62,02%
67	Banespa PN	CFO	10.02.00	19.06.00	74,50	83,00	5,62	3,60	64,06%
68	Bradesco PN	CFE	11.02.00	19.06.00	15,57	17,00	2,48	0,75	30,24%
69	Telerj PN	CFJ	11.02.00	19.06.00	57,12	64,00	6,61	2,35	35,55%
70	Light ON	CFJ	14.02.00	19.06.00	245,50	275,00	41,82	10,00	23,91%
71	Petr Ipiranga PN	CFH	17.02.00	19.06.00	22,69	25,00	1,84	1,13	61,41%
72	Banespa PN	CFH	22.02.00	19.06.00	72,48	81,00	5,30	3,89	73,40%
73	Banespa PN	CFH	23.02.00	19.06.00	72,70	81,00	5,42	3,98	73,43%
74	Banespa PN	CFH	25.02.00	19.06.00	72,92	81,00	5,40	4,02	74,44%
75	Vale PNA	CFK	23.02.00	19.06.00	50,76	56,50	6,52	2,44	37,42%
76	TLPP PN	CHB	22.03.00	21.08.00	55,41	63,50	4,59	2,55	55,56%
77	TLPP PN	CHB	23.03.00	21.08.00	55,89	63,50	4,77	3,02	63,31%
78	Petr Ipiranga PN	CHA	06.04.00	21.08.00	19,24	21,50	1,84	1,00	54,35%

5. A comissão de inquérito contrasta esses dados com valores obtidos em lançamentos de opções na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo ("Bovespa"), ocorridos após 28 de abril de 2000, quando a BVRJ encerrou suas atividades. Nesse mercado, em 18 de 35 lançamentos de opções, a Real Grandeza teria obtido ao menos 70% dos preços justos. Em seis lançamentos, os prêmios obtidos foram iguais ou superiores aos justos:

OE	Ação	Série	Data	Vencimento	Preço à Vista	Preço de Exercício	Prêmio Teórico	Prêmio Recebido	Prec / Pr teórico
79	Petr Ipiranga PN	PTIPH1	02.05.00	21.08.00	19,81	21,50	2,11	0,98	46,45%
80	Bradesco PN	BBDCJ1	20.06.00	16.10.00	14,45	15,98	0,97	0,75	77,32%
81	Bradesco PN	BBDCJ10	28.06.00	16.10.00	14,97	16,00	1,03	0,85	82,52%
82	Vale PNA	VALEJ14	23.06.00	16.10.00	52,32	60,00	2,47	2,10	85,02%
83	Vale PNA	VALEJ14	07.07.00	16.10.00	52,63	60,00	1,85	2,10	113,51%
84	Petrobras PN	PETRL79	01.08.00	18.12.00	47,03	54,00	3,34	1,90	56,89%
85	Petrobras PN	PETRL65	02.08.00	18.12.00	46,40	52,00	3,52	2,68	76,14%
86	Petrobras PN	PETRB7	06.11.00	19.02.01	50,53	54,00	4,26	2,82	66,20%
87	Embratel Part ON	EBTPD2	21.11.00	16.04.01	21,55	24,00	4,67	2,01	43,04%
88	Petrobras PN	PETRB2	07.12.00	19.02.01	44,94	48,00	1,78	2,31	129,78%
89	Petrobras PN	PETRD19	08.12.00	16.04.01	45,75	52,00	1,98	2,42	122,22%
90	Light ON	LIGHD6	05.01.01	16.04.01	231,51	250,00	31,62	12,51	39,56%
91	Light ON	LIGHD6	08.01.01	16.04.01	230,42	250,00	25,45	12,00	47,15%
92	Light ON	LIGHF1	10.01.01	18.06.01	242,65	275,00	34,22	14,75	43,10%
93	Light ON	LIGHF1	11.01.01	18.06.01	247,00	275,00	36,35	19,10	52,54%
94	Embratel Part ON	EBTPD32	11.01.01	16.04.01	26,43	28,00	3,73	1,54	41,29%
95	Embratel Part ON	EBTPD33	12.01.01	16.04.01	27,45	30,00	3,51	1,56	44,44%
96	Telerj PN	TERJD23	12.01.01	16.04.01	59,00	64,00	5,19	3,46	66,67%
97	Comgás PN	CGASD7	05.02.01	16.04.01	156,00	160,00	10,17	8,00	78,66%
98	Petrobras PN	PETRF62	14.02.01	18.06.01	57,58	62,00	2,20	3,00	136,36%
99	Vale PNA	VALEF10	22.02.01	18.06.01	49,90	54,00	2,91	2,50	85,91%
100	Petrobras PN	PETRH58	19.03.01	20.08.01	50,50	58,00	3,14	3,21	102,23%
101	Petrobras PN	PETRH58	20.03.01	20.08.01	50,40	58,00	3,03	2,66	87,79%
102	Comgás PN	CGASH5	10.04.01	20.08.01	138,00	150,00	24,18	10,00	41,36%
103	Comgás PN	CGASH5	17.04.01	20.08.01	139,99	150,00	24,82	10,57	42,59%
104	Comgás PN	CGASH5	18.04.01	20.08.01	140,50	150,00	24,69	11,00	44,55%
105	Comgás PN	CGASH7	11.04.01	20.08.01	148,60	160,00	27,08	10,67	39,40%
106	Comgás PN	CGASH8	12.04.01	20.08.01	151,81	165,00	27,88	11,00	39,45%
107	Embratel Part PN	EBTPH13	23.04.01	20.08.01	20,96	23,00	3,45	2,00	57,97%
108	Embraer ON	EMBRJ2	15.06.01	15.10.01	19,44	21,00	1,44	1,35	93,75%
109	Embraer ON	EMBRJ2	18.06.01	15.10.01	19,35	21,00	1,42	1,25	88,03%
110	Embratel Part ON	EBTPL3	11.07.01	17.12.01	14,61	17,50	1,09	1,28	117,43%

111	Embratel Part ON	EBTPL3	13.07.01	17.12.01	14,67	17,50	1,21	1,16	95,87%
112	Petrobras PN	PETRL60	18.07.01	17.12.01	51,94	60,00	2,75	2,60	94,55%
113	Petrobras PN	PETRL60	19.07.01	17.12.01	51,50	60,00	2,59	2,46	94,98%

6. A comissão de inquérito dividiu as OE em 3 grupos, de acordo com os períodos em que foram realizadas. Em cada período teria havido uma atuação distinta da Real Grandeza e de suas contrapartes.
7. No primeiro período, compreendido entre 6 de abril e 31 de dezembro de 1999, foram realizadas 39 operações, todas cursadas na BVRJ, dentre as quais se verificou a ocorrência de:
- operações diretas, tanto no lançamento de opções pela Real Grandeza quanto em operações subsequentes;
 - operações diretas em que a contraparte da Real Grandeza mantinha relacionamento com pessoas que tinham acesso à mesa de operações da corretora que atendeu a Real Grandeza; e
 - reversão ou exercício de opções em 22 OE, correspondente a 56,4% dos casos.
8. Nesse período, a comissão de inquérito identificou a predominância de 3 contrapartes da Real Grandeza: José Carlos de Carvalho Dias, Carlos Eduardo Carneiro Lemos e Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos.
9. José Carlos de Carvalho Dias foi funcionário e cliente da Agenda CCVM Ltda. ("Agenda"). A comissão de inquérito, embasada em declarações de pessoas que operavam pela Agenda, afirma que José Carlos de Carvalho Dias atendia clientes nessa corretora.
10. Carlos Eduardo Carneiro Lemos trabalhou na Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. ("Novinvest"), onde atendeu a Real Grandeza.
11. Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos trabalhou nas corretoras Senior CCVF Ltda. ² ("Senior"), Fator Dória e Atherino S.A CV ³ ("Fator"). Em ambas, atendeu a Real Grandeza.
12. Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos era casada com Carlos Eduardo Carneiro Lemos, que posteriormente veio a tornar-se sócio de José Carlos de Carvalho Dias em sociedade empresária denominada Six Flags Gestão e Participações S.A. ("Six Flags").
13. Das 39 OE desse primeiro período, em 22 a Real Grandeza atuou por uma dessas corretoras, em que essas três pessoas trabalhavam e operavam. Ao fim do primeiro período, quando a Real Grandeza deixou de atuar por tais corretoras, os três deixaram de figurar como contrapartes da Real Grandeza.
14. A comissão de inquérito também destacou operações intermediadas pela Indusval S.A CCTVM ("Indusval"), cuja contraparte da Real Grandeza foi Alta Commodities & Futures Corretora de Mercadorias Ltda. ("Alta Commodities"), ⁴ cujo sócio majoritário era Reginaldo Alves dos Santos, agente autônomo da Indusval.
15. Segue quadro contendo informações sobre as 39 OE realizadas nesse período:

OE	Bolsa	Ativo	Série	Sit.	Período	Contrapartes	Resultado	Contrap.	Pr. Neg./
				(1)			Contrapartes	Lança/o	Pr. Teórico
							(2)	(3)	(4)
01	RJ	TLSP4	CFJ	NE	06/04 a 21/06/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	40.000	L	49,3%
						José Carlos de Carvalho Dias	-140.000	P	
02	RJ	TLSP4	CFK	NE	09/04 a 21/06/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	56.100	L	52,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-157.100	P	
						Merrill Lynch Part. Fin. e Serviços	-129.000	P	
03	RJ	TLSP4	CHQ	NE	28/04 a 16/08/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	76.500	L	82,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-297.500	P	
04	RJ	TLSP4	CHM	NE	29/04 a 21/06/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	106.000	L	77,5%
						José Carlos de Carvalho Dias	-40.000	P	
						Banco Sul América S.A.	-370.000	P	
05	RJ	TLSP4	CHT	NE	29/04 a 21/06/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	116.000	L	71,7%
						José Carlos de Carvalho Dias	-230.000	P	
06	RJ	TERJ4	CHH	NE	26/04 a 12/08/99	IGF Fund	40.200	L	50,2%
07	RJ	TERJ4	CHJ	NE	10/05/99	Itaqui Empreend. e Part. Ltda.	-14.050	L	67,7%
						Glauco Badra Bennesby	-13.000	L	
						City DTVM	-2.600	L	
						Oscar Alfredo Salomão Filho	-13.000	L	
08	RJ	TERJ4	CJA	NE	11/05 a 15/10/99	Itaqui Empreend. e Part. Ltda.	-10.470	L	67,7%
						Paulo Antonio Fontenelle Reis	-1.745	L	
						Glauco Badra Bennesby	-3.500	L	
						Oscar Alfredo Salomão Filho	-3.490	L	
						City CCVM	-12.215	L	
						City DTVM	-3.490	L	
						Inacio Fradique Moretti Santana	-3.490	L	
						José Duclerc Moretti Santana	-100	P	

09	RJ	TLSP4	CHD	NE	14/05 a 18/05/99	Fábio Sequeiros de Aguiar	158.000	L	55,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-268.000	P	
10	RJ	PETRA	CHJ	NE	02/06 a 08/06/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	103.700	L	52,8%
						Banco Sul América S.A.	-119.000	P	
						Gilberto da Silva Zalfa	-7.700	P	
						José Carlos de Carvalho Dias	-207.000	P	
11	RJ	PETRA	CJE	NE	30/06 a 09/09/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	224.000	L	67,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-246.000	P	
						Comitente não identificado	-238.000	P	
12	RJ	TLSP4	CJQ	NE	08/07 a 19/07/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	-79.500	L	77,6%
						José Carlos de Carvalho Dias	-187.500	P	
13	RJ	TLSP4	CJZ	NE	21/07 a 27/07/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	-28.000	L	60,6%
						José Carlos de Carvalho Dias	-126.000	P	
14/15	RJ	TCOC4	CJK	EX	21/07 a 18/10/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	-650	L	64,3%
						Merrill Lynch Part. Fin. e Serviços	-27.640	P	
16	RJ	TCOC4	CJI	EX	26/07 a 29/09/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	12.500	L	61,5%
17	RJ	TCOC4	CJJ	EX	27/07 a 29/09/99	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	-2.608	L	60,0%
18	RJ	CPL6	CJA	NE	06/08 a 18/10/99	Inacio Fradique Moretti Santana	3.750	L	75,8%
						José Duclerc Moretti Santana	19.590	L	
						City CCVM	14.160	L	
						Morgan Stanley do Brasil Ltda.	-22.530	P	
19	RJ	PETRA	CJY	EX	06/08 a 18/10/99	Ricardo Siqueira Rodrigues	6.400	L	82,4%
						Carlos Eduardo Carneiro Lemos	19.000	L	
						José Carlos de Carvalho Dias	440.083	P	
						Guilherme Queiroz Siepmann	24.705	P	
						Luiz Carlos Pires de Araujo	37.000	P	
						Fernando Mendes Castello B. de Oliveira	-14.000	P	
						Merrill Lynch Part. Fin. e Serviços	19.561	P	
20	RJ	PETRA	CJI	EX	09/08 a 18/10/99	Luiz Carlos Pires de Araujo	159.000	L	71,5%
						Guilherme Queiroz Siepmann	77.000	P	
						Paulo Roberto Bello Correia Lima	59.400	P	
						José Carlos de Carvalho Dias	194.166	P	
21	RJ	TLPP4	CLA	EX	10/08 a 20/12/99	José Carlos de Carvalho Dias	75.000	L	71,4%
						Banco BBA Creditanstalt S.A.	488.186	P	
22	RJ	PETRA	CLK	RE	11/08 a 20/12/99	Ricardo Siqueira Rodrigues	264.000	L	61,6%
						Merrill Lynch Part. Fin. e Serviços	3.878.190	P	
						José Carlos de Carvalho Dias	-1.765.440	P	
23	RJ	TLPP4	CLB	EX	16/08 a 20/12/99	Luiz Antonio Sales de Mello	33.840	L	76,6%
						Guilherme Queiroz Siepmann	61.500	L	
						Luiz Carlos Pires de Araujo	21.000	L	
						José Carlos de Carvalho Dias	54.117	P	
24	RJ	PETRA	CLA	RE	19/08 a 20/12/99	Fábio Sequeiros de Aguiar	4.103.190	L	53,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-8.190	P	
25	RJ	PETRA	CLP	RE	20/08 a 20/12/99	Cassio Ribeiro Correa	3.776.190	L	54,4%
						José Carlos de Carvalho Dias	-503.190	P	
26	RJ	PETRA	CLS	EX	25/08 a 20/12/99	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	183.000	L	48,2%
						Merrill Lynch Part. Fin. e Serviços	1.762.095	P	
						José Carlos de Carvalho Dias	2.322.095	P	

						Virgilio Lopes	-560.000	P	
27	RJ	PETRA4	CBL	EX	22/10/99 a 21/02/00	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	184.500	L	66,2%
						Virgilio Lopes	640.500	P	
						José Carlos de Carvalho Dias	2.384.595	P	
28	RJ	TLPP4	CBB	RE	28/10 a 03/12/99	Guilherme Simões de Moraes	15.000	L	119,6%
						Marcelo Jose Konte	30.050	L	
						Leivi Abuleac	150.100	L	
						Joao Carlos de Almeida Gaspar	30.100	L	
29	RJ	TLPP4	CBB	RE	29/10 a 03/12/99	Franklin Delano Lehner	-6.550	L	106,2%
						Anna Regina Cruz Lehner	25.000	P	
						Armando José Strozenberg	42.500	P	
30	RJ	TLPP4	CDE	RE	23/11/99 a 24/01/00	Gláide Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro	380.000	L	41,9%
						José Carlos de Carvalho Dias	4.018.550	P	
						Virgilio Lopes	-52.000	P	
						Paulo Roberto Bello Correia Lima	164.840	P	
31	RJ	PETRA4	CDE	EX	25/11/99 a 17/04/00	Alexandre Aguiar de Carvalho	-90.000	L	57,3%
						José Carlos de Carvalho Dias	1.489.626	P	
						CSFB Global Fundo de Renda Fixa CE	-2.377.167	P	
						Sul America Dinamico FIF – 60	-39.742	P	
						MPE – Sul America FMIA CL	-9.117	P	
						Fundo Mútuo Novação de Inv. em Ações	-15.194	P	
						Sul America Momentum FIA CL	-72.933	P	
						Dinamico V FIF	580	P	
32	RJ	BBDC4	CDB	RE/EX/NE	29/11/99 a 03/01/00	Maria de Fatima Schaefer	154.450	L	73,0%
						Antonio Claudio Schaefer	312.280	L	
						Jose Orlando Leite Cavalcanti	-10.800	L	
33	RJ	PTIP	CDC	RE	09/12 a 20/12/99	Luiz Carlos Ventura	-6.000	L	64,2%
						Francisco H. de Siqueira Carvalho de Araujo	-4.750	L	
						Eduardo Vieira de Carvalho	-9.500	L	
						Nadya Fonseca Menezes Rubira	12.000	P	
						Wagner Rubira Assis	32.000	P	
						Joao Hermene Guimraes dos Santos	12.000	P	
						Andre Luiz Goulart Bekenin	-88.000	P	
34/35	RJ	TERJ4	CDO	RE	22/12/99 a 11/02/00	Alta Commodities & Futures	146.081	L	33,1%
						Reginaldo Alves dos Santos	947.150	P	
36	RJ	TERJ4	CDK	EX/NE	23/12/99 a 30/03/00	Antonio Carlos Borges Camanho	173.666	L	34,0%
37	RJ	TERJ4	CDN	EX	27/12/99 a 03/04/00	Antonio Carlos Borges Camanho	199.535	L	32,3%
38	RJ	TERJ4	CDJ	RE	29/12/99 a 11/02/00	Alta Commodities & Futures	111.550	L	45,5%
39	RJ	TERJ4	CDQ	RE/NE	30/12/99	Antonio Carlos Borges Camanho	-92.000	L	39,6%

(1) RE indica reversão; EX indica exercício; NE indica não exercício.

(2) Resultado com opções dos comitentes que atuaram na mesma cadeia de negócios da Real Grandeza

(3) L indica que o comitente foi contraparte da Real Grandeza no lançamento de opções; P indica que, embora não tenha negociado em contraparte à Real Grandeza, participou da cadeia de negócios iniciada com o lançamento de opções pela Real Grandeza.

(4) Relação entre o preço médio do negócio e o preço teórico de opções no lançamento.

16. No segundo período, compreendido entre 1º de janeiro a 28 de abril de 2000, quando a BVRJ encerrou suas atividades, também foram realizadas 39 operações e foi novamente observada a ocorrência de:

i. operações diretas, tanto no lançamento pela Real Grandeza quanto em operações subsequentes;

ii. operações em que a contraparte da Real Grandeza mantinha relacionamento com pessoas que tinham acesso à mesa de operações da corretora que atendeu a Real Grandeza; e

iii. reversão ou exercício de opções em 6 operações.

17. Em 14 das OE desse período, os negócios foram intermediados pela Quality CCTVM S.A ("Quality")⁵ e pela Stock Máxima S.A CVC⁶ ("Multistock"). Nesses casos, as contrapartes foram, em especial, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane e Luiz Laudísio Leonhardt, que eram funcionários ou permaneciam na mesa de tais corretoras, inclusive atendendo a Real Grandeza.
18. Foi novamente observada a atuação da Indusval, que intermediou negócios da Real Grandeza em contraparte a Reginaldo Alves dos Santos, agente autônomo da corretora e responsável por atender a Real Grandeza.
19. Em algumas das operações intermediadas pela Indusval, a contraparte da Real Grandeza foi Maximiliano Chinaglia, que declarou ter repassado o ganho obtido a João Antônio Castilho Perea, agente autônomo da Indusval e indicado como responsável pela operação. Em outra operação, o ganho obtido por Maximiliano Chinalgia teria sido transferido também a Estela dos Santos Mendes, sobrinha de Reginaldo Alves dos Santos.
20. Seguem as 39 operações mencionadas:

Operação	Bolsa	Ativo	Série	Sit.	Período	Contrapartes	Resultado	Contrap.	Pr. Neg./
							Contrapartes	Lança/o	Pr.Teórico
				(1)			(2)	(3)	(4)
40	RJ	CMIG4	CDJ	NE	06/01 a 22/03/00	Maejsty FMIA	410.000	L	41,1%
						FMIA CL Sunset	-11.970	P	
						FMIA CL Cygnus	-16.195	P	
						FMIA CL Andromeda I	-17.955	P	
						FMIA CL Antares	-24.890	P	
						FMIA CL Pactual Dinâmico	-52.527	P	
						FMIA CL Adara	-56.559	P	
						FMIA CL Talitha	-99.479	P	
						FMIA CL Andrômeda	-123.585	P	
						FRF CE Kodiak	-326.840	P	
41/42	RJ	TERJ4	CDH	RE	10/01 a 11/02/00	Maximiliano Chinaglia	116.550	L	60,8%
						Reginaldo Alves dos Santos	236.775	P	
43	RJ	TERJ4	CFB	RE / EX	12/01 a 19/06/00	Inacio Fradique Moretti Santana	9.600	L	47,4%
						Jose Duclerc Moretti Santana	19.200	L	
						Antonio Carlos Borges Camanho	-8.359	L	
44	RJ	BBDC4	CDG	NE	13/01/00	Antonio Claudio Schaefer	-86.000	L	50,3%
45	RJ	TERJ4	CDP	NE	13/01/00	Cristiane Ribeiro Carneiro	-3.800	L	52,1%
						Carminie Enrique Filho	-17.100	L	
						Renato Enrique	-17.100	L	
46	RJ	TERJ4	CFC	RE	13/01 a 11/02/00	City I FMIA	17.830	L	55,0%
						Antonio Carlos Borges Camanho	-23.100	L	
						Rui Manuel Lages Pereira Pinto	15	L	
						Itaqui Empreendimentos e Part. Ltda.	535	P	
						Jose Duclerc Moretti Santana	120.800	P	
47	RJ	BBDC4	CDJ	NE	14/01 a 02/03/00	Majesty FMIA	180.000	L	38,9%
						Eduardo Machado de Oliveira Simon	-63.000	P	
						FRF CE Kodiak	-187.959	P	
						FMIA CL Andromeda	-25.219	P	
						FMIA CL Andromeda I	-3.734	P	
						FMIA CL Sunset	-4.280	P	
						FMIA CL Cygnus	-5.296	P	
						FMIA CL Antares	-8.215	P	

						FMIA CL Pactual Dinâmico	-10.240	P	
						FMIA CL Adara	-18.035	P	
						FMIA CL Talitha	-34.022	P	
48	RJ	BBDC4	CDJ	NE	14/01/00	Majesty FMIA	-81.000	L	43,8%
						Luiz Carlos Ventura	-9.720	L	
						Reginaldo Alves dos Santos	-32.400	L	
49	RJ	CMIG4	CFF	NE	14/01/00	Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	-6.400	L	35,2%
						Gerson Scaciota Rebane	-60.800	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-64.000	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-60.700	L	
						Siro Gil Fernandez	-16.100	P	
50	RJ	CMIG4	CFH	NE	14/01/00	Gerson Scaciota Rebane	-24.000	L	34,3%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-23.900	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-48.000	L	
						Siro Gil Fernandez	-16.100	P	
51	RJ	BBDC4	CDL	NE	19/01/00	Reginaldo Alves dos Santos	-24.000	L	40,6%
						Luiz Carlos Ventura	-16.000	L	
52	RJ	TERJ4	CDT	NE	21/01/00	Carmine Enrique Filho	-13.500	L	48,8%
						Renato Enrique	-13.500	L	
53	RJ	PTIP4	CFF	NE	26/01/00	Alexandre Dias Salles	-485	L	51,1%
						Alexandre Cabral Cardoso	-970	L	
						Fabio Deslandes	-4.850	L	
						Guilherme Simoes de Moraes	-4.850	L	
						Joao Carlos de Almeida Gaspar	-9.700	L	
						Jose Maria Bezerra da Silva	-13.095	L	
						Cesar Luiz Lima Vidal	-14.550	L	
						Leivi Abuleac	-29.100	L	
						Francisco Ribeiro de Magalhaes Filho	-97.000	L	
54	RJ	PETR4	CFC	EX	26/01 a 19/06/00	Paribas London FIF	1.902.609	L	63,4%
55	RJ	PETR4	CFC	RE	27/01 a 09/03/00	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	264.800	L	70,1%
56	RJ	TERJ4	CDU	NE	26/01/00	Jose Oswaldo Morales Junior	-22.000	L	37,4%
						Antonio Milano Neto	-1.100	L	
						Luiz Felipe Betti	-1.100	L	
						Carlos Alberto Bantel	-2.200	L	
						Rosildo Saraiva de Souza	-2.200	L	
						Luiz da Silva Gordo Amaral	-4.400	L	
						Maria dos Santos	-6.600	L	
						Renato Enrique	-4.400	L	
						Carmine Enrique Filho	-6.600	L	
57	RJ	TNLP4	CDP	NE	27/01 a 04/04/00	Francisco Regis Fischer	141.000	L	30,7%

						Clube de Investimento Pactual I	-43.681	P	
						Clube de Investimento dos Doze	-13.357	P	
						Clube de Investimento Barpa	-60.145	P	
						Clube de Investimento Pactual Magnum	-5.054	P	
						Anna Amelia Gonçalves Faria	-30.685	P	
						CSMG Empreendimentos e Participações Ltda.	-71.535	P	
						Ronaldo Cezar Coelho	-88.630	P	
						Clube de Inv. Fine Made Investimentos	-37.544	P	
						Eduardo Machado de Oliveira Simon	-10.469	P	
						FMIA CL Andromeda	303	P	
						FMIA CL Talitha	-124	P	
						FMIA CL Adara	150	P	
						FMIA CL Pactual Dinâmico	-229	P	
58	RJ	TLPP4	CFH	NE	28/01 a 09/02/00	Empase Empresa Argos de Segurança Ltda.	-24.000	L	25,5%
						Gerson Scaciota Rebane	61.500	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	61.500	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	181.500	L	
						Fox Fundo de Renda Fixa CE	-195.000	P	
						CSFB Global FRF CE	-325.000	P	
59	RJ	TLPP4	CFI	NE	02/02 a 09/02/00	Gerson Scaciota Rebane	87.500	L	26,6%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	127.500	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	230.000	L	
						Luiz Fernando Bellintani	20.000	P	
						Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro	20.000	P	
						CSFB Global FRF CE	-725.000	P	
60 a 63	RJ	BESP4	CFJ	NE	03/02 a 22/03/00	Edmond Chaker Farhat Junior	-150.000	L	53,5%
						Marcelo Bastos Ferraz	-18.000	L	
						Pouso Alegre Comercial e Agropecuaria Ltda.	-90.000	L	
						Nelson Laerte Ferreira de Lima	-36.000	L	
						Luiz Fernando Bellintani	-36.000	L	
						Moise Candi Ajami	-30.600	L	
						Isaac Michaan	-30.600	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-11.300	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-4.100	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-4.100	L	
						Mauro Cesar de Oliveira Battiferro	-41.000	L	
						Horacio Pires Adão	-108.000	L	
						Carlos Augusto Levorin	-64.950	L	
						Alvaro Augusto de Freitas Vidigal	-20.000	P	
64	RJ	CMIG4	CFL	NE	03/02/00	Joao Batista Gonçalves Dias	-1.400	L	67,6%
						Cesar Luiz Lima Vidal	-2.800	L	

						Fausto de Souza Ferreira	-2.800	L	
						Alexandre Dias Salles	-2.800	L	
						Jane Dantas Faria	-5.600	L	
						Eduardo Vieira de Carvalho	-7.000	L	
						Waldir Luiz Correa	-14.000	L	
						Joaõ Carlos de Almeida Gaspar	-21.000	L	
						Jose Maria Bezerra da Silva	-23.800	L	
						Marcelo Jose Konte	-128.800	L	
						Marcos Duarte Santos	-14.000	L	
						Francisco Ribeiro de Magalhaes Filho	-56.000	L	
						Leivi Abuleac	-56.000	L	
						Maria Lucia Branco Sette	-14.000	L	
65	RJ	CMIG4	CFI	NE	08/02/00	Eduardo Vieira de Carvalho	-7.750	L	71,1%
						David Bensussan	-15.500	L	
						Francisco H. de Siqueira Carvalho de Araujo	-15.500	L	
						Jose Maria Bezerra da Silva	-15.500	L	
66	RJ	CMIG4	CFN	NE	09/02/00	Antonio Carlos Borges Camanho	-56.000	L	62,0%
67	RJ	BESP4	CFO	NE	10/02/00	Horacio Pires Adao	-50.400	L	64,1%
						SGGK DTVM Ltda.	-21.600	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-10.900	L	
						Silvio Luiz Laudio Leonhardt	-10.900	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-14.500	L	
						Moise Candi Ajami	-71.800	P	
						Isaac Michaan	-35.900	P	
68	RJ	BBDC4	CFE	NE	11/02/00	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	-375.000	L	30,2%
69	RJ	TERJ4	CFJ	NE	11/02/00	Estela dos Santos Mendes	-282.000	L	35,6%
70	RJ	LIGH3	CFJ	NE	14/02 a 16/03/00	Alexandre de Athayde Francisco	-10.000	L	23,9%
						Diivisa Factoring Ltda.	-6.000	L	
						Jose Luiz Leao Vieira	-10.000	L	
						Adir Pereira Keddi	-10.000	L	
						Mario Poppe de Miranda Pacheco	-10.000	L	
						Jorge Carneiro de Oliveira	4.000	L	
						Americainvest CCTVM Ltda.	-30.000	L	
						Colheita Participação Ltda.	-14.000	P	
						Fabio Roberto Isaack	-14.000	P	
71	RJ	PTIP4	CFH	NE	17/02/00	Silvio Luiz Laudio Leonhardt	-28.250	L	61,4%
						Gerson Scaciota Rebane	-28.250	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-56.500	L	
72	RJ	BESP4	CFH	NE	22/02/00	Jose Duclerc Moretti Santana	-104.900	L	73,4%
73	RJ	BESP4	CFH	NE	23/02/00	Jose Duclerc Moretti Santana	-39.800	L	73,4%

74	RJ	BESP4	CFH	NE	25/02/00	Jose Duclerc Moretti Santana	-40.160	L	74,4%
75	RJ	VALE5	CFK	NE	23/02/00	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-11.000	L	37,4%
						Gerson Scaciota Rebane	-11.000	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-11.000	L	
						Banco Pebb S.A.	-612.500	L	
76/77	RJ	TLPP4	CHB	NE	22/03 a 21/08/00	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-266.420	L	55,6%
						Stock Maxima Gold FRF CE	222.000	L	
						Empase Empresa Argos de Segurança Ltda.	-76.500	L	
						FMIA CL Infra Part	-55.500	P	
						Winner FIA	-55.500	P	
						Iris FIF	-111.000	P	
						FMIA CL Telepart	-166.500	P	
						The First Stock Equity Fund LLC	-216.000	P	
78	RJ	PTIP4	CHA	NE	06/04 a 21/08/00	Antonio Jose de Almeida Carneiro	-390.000	L	54,3%

(1) RE indica reversão; EX indica exercício; NE indica não exercício.

(2) Resultado com opções dos comitentes que atuaram na mesma cadeia de negócios da Real Grandeza

(3) L indica que o comitente foi contraparte da Real Grandeza no lançamento de opções; P indica que, embora não tenha negociado em contraparte à Real Grandeza, participou da cadeia de negócios iniciada com o lançamento de opções pela Real Grandeza.

(4) Relação entre o preço médio do negócio e o preço teórico de opções no lançamento.

21. O terceiro período, compreendido entre 2 de maio de 2000 e 31 de dezembro de 2001, foi o período subsequente ao encerramento das atividades da BVRJ.
22. Segundo a comissão de inquérito, alguns dos comitentes que participaram do conluio tentaram o prosseguimento dessas operações na Bovespa utilizando opções de menor liquidez, mas, em virtude da maior liquidez e transparência do ambiente da Bovespa, não obtiveram êxito. As características das OE desse terceiro período foram:
- participação de investidores que não haviam figurado anteriormente como contraparte da Real Grandeza;
 - cessação, pela Real Grandeza, na realização de operações, a partir de 19 de julho de 2001, embora os preços praticados estivessem mais próximos dos considerados justos; e
 - aumento da relação entre os prêmios recebidos pela fundação e os preços das opções calculados pelo modelo B&S, que passou a ser próxima de 90%; em 18 das 35 operações, o preço de lançamento obtido pela Real Grandeza situou-se acima de 70% do preço teórico.
23. Ainda assim, diversas OE foram consideradas irregulares, sobretudo as que tiveram participação de Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane e Luiz Laudisio Leonhardt.
24. As 35 operações realizadas na Bovespa encontram-se a seguir demonstradas:

OE	Bolsa	Ativo	Série	Sit.	Período	Contrapartes	Resultado	Contrap. ou Lançam.	Pr. Neg./ Pr. Teórico
				(1)			(2)	(3)	(4)
79	SP	PTIP4	PTIPH1	NE	02/05/00	Majesty FMIA CL	-56.840	L	46,4%
80	SP	BRAP4	BBDCJ1	RE/E/NE	20/06 a 16/10/00	Franklin Delano Lehner	56.960	L	77,3%
						Celso Deslandes	11.100	L	
						Jane Dantas Faria	7.500	L	
						Caio Tacito Giordan da Silva	-2.650	L	
						Fernando Concilio César	2.290	L	
						Robson Marques da Silva	2.675	L	
						Jose Orlando Leite Cavalcanti	-15.000	L	

						Gabriel Paulo Gouvea de Freitas Junior	-1.927	L	
						Maria Lucia Branco Sette	25.000	L	
						Exata S.A. CTVM	6.220	P	
						Angela Beatriz Jardim	-170	P	
						Suzana Beatriz Jardim	15	P	
						Elcio Roberto Bonatto	-380	P	
						Gervasio Gilani	-2.000	P	
						Julio Florindo	-200	P	
						Rodolfo Faustino Garcia	-520	P	
						Sebastiao Pereira Cerqueira	-1.100	P	
						Boris Kogan	-300	P	
81	SP	BRAP4	BBDCJ10	EX/NE	28/06 a 16/10/00	Julio Manoel Vilarico de Moura	-8.638	L	82,5%
						Maria de Fatima Schaefer	-49.158	L	
						Donizetti Marques	-2.150	P	
82/83	SP	VALE5	VALEJ14	NE	23/06 a 16/10/00	Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-10.500	L	85,0%
						Gerson Scaciota Rebane	-10.500	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-205.800	L	
						Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	-4.200	L	
84	SP	PETR4	PETRL79	NE	01/08 a 18/12/00	Fabiano Viana Romano	-1.375	L	56,9%
						Paulo Serra Netto Lerner	2.250	L	
						Nelson Laerte Ferreira de Lima	-5.240	L	
						Simpos Ventures Ltd.	11.984	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-22.500	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-18.120	L	
						Jose Oswaldo Morales Junior	-600	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-3.900	L	
85	SP	PETR4	PETRL65	NE	02/08 a 18/12/00	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-34.995	L	76,1%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-32.305	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-5.044	L	
						Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	-3.520	P	
						Helena Maria Strang Ciasca	-4.060	P	
						Gerson Scaciota Rebane	-700	P	
86	SP	PETR4	PETRB7	EX	06/11/00 a 19/02/01	Gerson Scaciota Rebane	-17.150	L	66,2%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-12.660	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-1.507	L	
87	SP	EBTP3	EBTPD2	NE	21/11/00 a 16/04/01	Luiz da Silva Gordo Amaral	-2.020	L	43,0%

						Rosildo Saraiva de Souza	-6.140	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-132.660	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-2.050	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-14.550	L	
						Fabio Souza da Silva	-26.000	P	
						Rodrigo Freitas Poppe de Figueiredo	-5.200	P	
						Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro	-12.500	P	
88	SP	PETR4	PETRB2	RE	07/12/00 a 17/01/01	Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	61.080	L	129,8%
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	132.340	L	
						Gerson Scaciota Rebane	61.080	L	
89	SP	PETR4	PETRD19	RE/NE	08/12/00 a 16/04/01	Paulo Serra Netto Lerner	-19.680	L	122,2%
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	264.840	L	
						The First Stock Equity Fund LLC	159.800	P	
						Gerson Scaciota Rebane	1.380	P	
90/91	SP	LIGH3	LIGHD6	NE	05/01 a 16/04/01	Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	18.206	L	39,6%
						Gerson Scaciota Rebane	-6.602	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-13.604	L	
						The First Stock Equity Fund LLC	-24.507	P	
						Bruno Grain de Oliveira Rodrigues	-10.503	P	
92/93	SP	LIGH3	LIGHF1	NE	10/01 a 18/06/01	Rosildo Saraiva de Souza	435	L	43,1%
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-29.935	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-24.300	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-24.300	L	
94	SP	EBTP3	EBTPD32	NE	11/01 a 16/04/01	Gerson Scaciota Rebane	-21.460	L	41,3%
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-39.990	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-22.150	L	
						Alberto Vespoli Takaoka	-46.490	L	
						Joao Francisco Bandecchi Perestrello de Vasconcelos	-24.150	L	
95	SP	EBTP3	EBTPD33	NE	12/01 a 16/04/01	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-5.960	L	44,4%
						Joao Francisco Bandecchi Perestrello de Vasconcelos	-72.140	L	
96	SP	TERJ4	TERJD23	NE	12/01 a 16/04/01	Bruno Grain de Oliveira Rodrigues	-17.250	L	66,7%

						Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	-3.510	L	
97	SP	CGAS4	CGASD7	NE	05/02 a 16/04/01	Juan Carlos Ramirez Vilanueva	-240.000	L	78,7%
98	SP	PETR4	PETRF62	NE	14/02 a 18/06/01	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-21.090	L	136,4%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-3.000	L	
						Joao Francisco Bandecci Perestrello de Vasconcelos	-3.800	L	
99	SP	VALE5	VALEF10	EX	22/02 a 18/06/01	The First Stock Equity Fund LLC	18.000	L	85,9%
						Banco Santander Brasil S.A.	-50.730	P	
100/101	SP	PETR4	PETRH58	RE/NE	19/03 a 20/08/01	Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	39.003	L	102,2%
						Gerson Scaciota Rebane	22.613	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	75.894	L	
						Senso CCVM S.A.	-8.550	P	
102/105/ /106	SP	CGAS4	CGASH5	NE	10/04 a 20/08/01	Romanche Investment Corporation, LLC	-100.000	L	41,4%
						Banco Prosper S.A.	-425.700	L	
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-20.000	L	
						Gerson Scaciota Rebane	-30.600	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	20.210	L	
						Instituto Geiprev de Seguridade Social	-40.210	P	
103	SP	CGAS5	CGASH7	NE	11/04 a 20/08/01	Romanche Investment Corporation, LLC	-18.000	L	39,4%
						The Maxima Multiportfolio Fund LLC	-132.000	L	
						Utilities Emerging Markets Fund LLC	-42.000	P	
104	SP	CGAS5	CGASH8	NE	12/04 a 20/08/01	Banco Prosper S.A	-256.650	L	39,5%
						Franklin Delano Lehner	-13.600	P	
						Luciano Cesar Ongaratto	-4.750	P	
107	SP	EBTP4	EBTPH13	NE	23/04 a 20/08/01	Sul America Dinamico FIF – 60	-96.000	L	58,0%
						Paulo Roberto Ramos	-4.000	L	
108	SP	EMBR3	EMBRJ2	NE	15/06 a 15/10/01	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-27.000	L	93,8%
109	SP	EMBR3	EMBRJ2	NE	18/06 a 15/10/01	Gerson Scaciota Rebane	-24.925	L	88,0%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-24.925	L	
						Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-49.850	L	
110/111	SP	EBTP3	EPTPL3	NE	11/07 a 17/12/01	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-125.412	L	117,4%
						Silvio Luiz Laudisio Leonhardt	-62.874	L	

						Gerson Scaciota Rebane	-26.200	L	
						Silvana Leonhardt	1.300	L	
						Number One Clube de Investimento	-25.200	L	
						The First Stock Equity Fund LLC	-23.164	L	
112/113	SP	PETR4	PETRL60	NE	18/07 a 17/12/01	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	-179.000	L	94,6%
						Silvana Leonhardt	-12.500	L	

(1) RE indica reversão; EX indica exercício; NE indica não exercício.

(2) Resultado com opções dos comitentes que atuaram na mesma cadeia de negócios da Real Grandeza

(3) L indica que o comitente foi contraparte da Real Grandeza no lançamento de opções; P indica que, embora não tenha negociado em contraparte à Real Grandeza, participou da cadeia de negócios iniciada com o lançamento de opções pela Real Grandeza.

(4) Relação entre o preço médio do negócio e o preço teórico de opções no lançamento.

25. Assim, as 113 OE analisadas pela comissão de inquérito foram consideradas pré-combinadas com a finalidade de obter de lucros em detrimento da Real Grandeza.
26. Em seguida, a comissão de inquérito decompôs essas 113 OE pelo seu desfecho: de um lado enumerou as OE nas quais as opções foram recompradas pela Real Grandeza ou que resultaram em exercício das ações subjacentes; de outro, listou os casos em que as opções expiraram.
27. Essa análise permitiu à comissão de inquérito extrair algumas conclusões.
28. O elevado investimento efetuado pela Real Grandeza foi remunerado a taxas reduzidas, quando comparadas às taxas que remuneraram os investimentos efetuados pelas contrapartes da fundação.
29. Quando as ações se valorizavam, excedendo o preço de exercício das opções lançadas, o ganho da Real Grandeza se limitava a esse preço e as contrapartes ficavam o retorno adicional das ações. Nesses casos, como a Real Grandeza recebia um prêmio considerado baixo, ela estaria em posição mais vantajosa se simplesmente tivesse mantido as ações, sem lançar opções de compra sobre elas.
30. Traduzindo em números, essa situação ocorreu em 38 OE. Nelas, a Real Grandeza investiu um total R\$138.975 mil. Seu resultado no mercado à vista foi de R\$43.563 mil, mas o prejuízo de R\$27.556 mil no mercado de opções reduziu o retorno para R\$16.006 mil. Se as opções tivessem sido lançados pelos preços justos, o retorno final teria sido de R\$20.222 mil. Já suas contrapartes investiram R\$6.911 e obtiveram lucro de R\$27.530 mil.
31. Por outro lado, quando as ações se desvalorizavam, a Real Grandeza suportava o prejuízo, que não era compensado pelos baixos prêmios recebidos no lançamento de opções sobre tais ações.
32. Traduzindo em números novamente, foram 75 as OE em que isso ocorreu. Nelas, o prejuízo total da Real Grandeza foi de R\$22.503 mil, causado pela desvalorização das ações e já levando em conta os prêmios recebidos no lançamento de opções. Se as opções tivessem sido lançadas pela Real Grandeza ao preço justo, o prejuízo teria sido de R\$10.242 mil. Quanto a suas contrapartes, tiveram prejuízo de R\$11.398 mil.
33. No cômputo geral, a Real Grandeza teria suportado o custo de carregamento das ações em sua carteira e, quando tais ações se valorizavam, suas contrapartes é que se beneficiavam disso. Isso teria causado seu prejuízo de R\$6.947 mil. Aos preços justos segundo o modelo B&S, ela teria tido um lucro de R\$9.185 mil.
34. Esse padrão de resultados reforçou a percepção de que havia um conluio envolvendo diversas pessoas auferindo lucros em detrimento da Real Grandeza, como mencionado anteriormente. Todos teriam infringido o item I da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979.
35. A prática não-equitativa teria ficado demonstrada pela situação de desequilíbrio entre a Real Grandeza e suas contrapartes, conforme descrito acima.
36. As operações também seriam fraudulentas, pois, disfarçadas de operações legítimas, buscavam ocultar dos órgãos de fiscalização seu verdadeiro objetivo: proporcionar lucros às contrapartes da Real Grandeza, em detrimento dela.
37. Finalmente, segundo a acusação, se não fosse pelo interesse em viabilizar a transferência de resultados, nenhuma operação teria sido realizada. Disso se extrai que tais operações criaram condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

1. Argumentos Comuns da Defesa

Prescrição

1. As operações ocorreram entre abril de 1999 e julho de 2001. Como se sabe, a Lei nº 9.783, de 23 de novembro de 1999, fixou em cinco anos o prazo para a prescrição da pretensão punitiva da Administração Pública. Caso nenhuma causa interruptiva da prescrição tenha ocorrido até julho de 2006, todos os fatos estarão prescritos.
2. Cientes disso, os acusados suscitam – para em seguida contra-argumentar – uma série de fatos nos quais imaginam que a CVM poderia identificar um marco de interrupção do prazo prescricional.⁷
3. O primeiro marco imaginado pelos acusados foram os atos de investigação realizados ainda pela SPC. Mas, segundo eles, isso não seria suficiente para interromper a prescrição, porque a SPC não tem competência para punir os supostos ilícitos apurados.
4. Os acusados supuseram então um segundo marco. Logo após receber a denúncia encaminhada pela SPC, em novembro de 2004, a CVM realizou análises internas e solicitou informações à Bovespa. Os acusados trabalharam com a hipótese de essas medidas terem interrompido a prescrição.
5. Novamente, porém, concluíram que não houve interrupção. Primeiro, porque tais medidas não lhes foram comunicadas. Segundo, e principalmente, porque tais medidas não poderiam ser consideradas atos de apuração dos fatos.
6. Isso seria consequência lógica do art. 2º da Deliberação CVM nº 538, de 5 de março de 2008, segundo o qual a apuração de irregularidades pela CVM se dá por meio de inquérito; antes de instaurado o inquérito, portanto, não poderia ter ocorrido o ato de apuração a que se refere o art. 2º, II, da Lei 9.873, de 1999:

Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva:

(...)

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

(...)

7. A possibilidade seguinte cogitada pelos acusados foi a instauração do inquérito, com a designação da comissão responsável por sua condução, o que ocorreu em dezembro de 2006. O contra-argumento nesse caso é de que apenas ato específico dirigido ao acusado é capaz de interromper a prescrição.
8. Segundo muitos acusados, interpretar a norma de outro modo teria o efeito prático de tornar a pretensão punitiva da administração imprescritível; bastaria a realização de diligências internas para que o prazo fosse reiteradamente reiniciado. Isso não atenderia a finalidade de segurança jurídica que o instituto da prescrição procura alcançar.
9. Atentos para a existência de precedentes da CVM que rejeitam esse argumento, alguns acusados questionaram os fundamentos que vêm sendo utilizados pela autarquia para enfrentar a questão. Para eles, as decisões que negam a necessidade de comunicação específica e individual aos acusados para interromper a prescrição assimilaram indevidamente à análise da prescrição uma discussão distinta, qual seja, se a CVM pode ou não realizar investigações sigilosas.
10. Assim, a questão da prescrição teria se polarizado da seguinte forma: os que defendem que a CVM pode realizar investigações sigilosas entendem que não é necessário comunicar os envolvidos para interromper a prescrição; os que consideram que a CVM não pode conduzir investigações em sigilo entendem que a prescrição só se interrompe com a ciência dos investigados.
11. Porém, essa relação entre as duas questões seria falaciosa. A investigação pode ser sigilosa, até para que atinja as finalidades a que se destina, mas a prescrição só se interromperá contra o investigado se ele tiver ciência de sua existência. Se adotado esse raciocínio, a instauração do processo não teria interrompido a prescrição.
12. O próximo evento que os acusados imaginaram como possivelmente interruptivo da prescrição foi o recebimento de ofícios endereçados pela comissão de inquérito.
13. Muitos aceitaram que a prescrição tenha se interrompido nesse momento. Outros, porém, argumentam que os ofícios continham apenas questionários sobre aspectos objetivos de operações, sem que lhes fosse possível ter ciência exata do que estava sendo investigado. Para esses, apenas a intimação para apresentação de defesa seria um ato capaz de interromper a prescrição.
14. Nesse estágio, contudo, a prescrição já teria atingido todos os atos investigados no processo.
15. Finalmente, muitos acusados complementam o argumento da prescrição com a alegação de que o prazo de guarda dos documentos que permitiriam reconstituir os fatos descritos na acusação também foi excedido. Assim, não lhes teria sido possível exercer sua defesa.

Precificação das Opções

16. A comissão de inquérito analisou os prêmios das opções lançadas pela Real Grandeza com base no modelo de B&S, minimizando os critérios que os representantes da instituição alegaram utilizar para essa finalidade.
17. Segundo diversos acusados, isso foi um erro. O método B&S não é obrigatório, não era difundido no mercado à época, nem é o único método de apreçamento de opções.
18. O mercado utiliza outros métodos de precificação, o que explicaria a diferença entre os resultados obtidos. Diversos estudos já documentaram significativas diferenças entre os preços e volatilidades obtidos com a aplicação de modelos teóricos e os efetivamente praticados pelos investidores.
19. Mesmo no próprio modelo de B&S, é possível chegar-se a mais de um preço, dependendo dos parâmetros utilizados. O modelo é especialmente sensível à volatilidade das ações, que não é um parâmetro diretamente observável.
20. A depender do número de observações, a volatilidade histórica das opções pode ser diferente. Por consequência, a volatilidade implícita nas opções e o seu preço teórico também o serão. A comissão de inquérito aferiu a volatilidade histórica com base em cotações das ações verificadas nos 21 pregões anteriores aos negócios. Se tivessem sido usados períodos diferentes, os preços justos calculados também seriam diferentes.⁸
21. A comissão de inquérito também teria se equivocado ao utilizar, no cálculo do preço justo das opções, o valor pelo qual a Real Grandeza comprou as ações.⁹ O correto seria considerar o preço da ação no momento do lançamento das opções. Essa imprecisão seria bastante para desqualificar quaisquer comparações entre os preços praticados e os justos.
22. Na realidade, o próprio conceito de prêmio justo foi combatido pelos acusados. Segundo alegam, por mais eficientes que fossem os modelos teóricos de precificação de opções, nenhum deles substituiria o preço real formado em mercado, pela interação de diversos compradores e vendedores independentes.

Controles da BVRJ

23. Segundo os acusados, um indicativo importante sobre a lisura dos prêmios exigidos pela Real Grandeza é que eles se submeteram aos diversos procedimentos de controle da BVRJ.
24. Segundo os acusados, a BVRJ:
 - i. determinava o valor mínimo e máximo dos prêmios das opções a serem lançadas;
 - ii. submetia as operações de lançamento de cada nova série de opções a procedimentos especiais, buscando assegurar maior transparência e a livre formação do preço; e
 - iii. realizava procedimentos especiais para operações nas quais o preço se revelava, de forma significativa, superior ou inferior aos praticados no mercado ou por ela estabelecidos em razão da aplicação do modelo B&S.
25. Além disso, os negócios cursados na BVRJ não permitiam a identificação de contrapartes.
26. Para os acusados, a existência dessas medidas reforça a legalidade das operações e induz à conclusão de que, se houve um conluio, a BVRJ foi parte dele. Como nenhuma acusação foi dirigida à BVRJ, a comissão de inquérito deveria ser coerente com seus pressupostos e atribuir alguma importância às medidas de controle que ela impunha ao mercado.

Lógica das Operações

27. Alguns acusados buscaram explicar a lógica das operações de financiamento envolvendo compra de ações e lançamento de opções de compra, dado que a comissão de inquérito, segundo alegam, teria adotado premissas incompatíveis com os objetivos e limitações de tal operação.
28. Como se sabe, nessas operações o titular das ações e lançador das opções limita seu ganho em caso de alta. Em contrapartida, como recebe prêmio pelo lançamento de opções, seu prejuízo em caso de queda das ações é menor.
29. Segundo muitos acusados, a comissão de inquérito ignorou esse fato. Ao afirmar reiteradamente que a Real Grandeza teria lucrado mais se simplesmente comprasse e vendesse ações, a acusação desconsidera que isso implicaria maior risco e que a fundação não tinha como antever o resultado das operações.
30. A acusação também teria ignorado que, mesmo no caso de desvalorização das ações, a perda suportada pelo seu titular é apenas potencial, já que as ações permanecem em carteira e podem se beneficiar de uma posterior recuperação do mercado. Já as opções expiram após o seu vencimento e deixam de limitar o futuro ganho de quem as lançou.
31. Por outro lado, exatamente em razão da duração limitada das opções, prosseguem os acusados, seu titular corre maiores riscos. Se na data de vencimento o valor do ativo subjacente for inferior ao preço de exercício, a opção expira sem valor algum. Como o titular corre maiores riscos, é natural que seu retorno também seja maior, como ocorreu com as contrapartes da Real Grandeza em muitos casos.
32. A Real Grandeza sempre soube de tudo isso e, portanto, fez uma escolha consciente ao cursar as operações. Se essa escolha foi ou não adequada, se ela revelou-se ou não exitosa, isto seria uma questão afeta apenas à própria Real Grandeza e não às suas contrapartes e corretoras.

Insuficiência Probatória

33. Mesmo se o prêmio das opções pago pela Real Grandeza pudesse ser tido como um indício de irregularidade, seu valor probatório seria modesto, segundo os acusados. Como a CVM, o CRSFN e diversos tribunais já decidiram reiteradamente, os indícios só podem gerar condenação se forem concatenados, concludentes e graves.
34. A mera divergência de preços apurada pela comissão de inquérito não reúne tais características. Não é porque a Real Grandeza lançou opções a prêmios baixos que terá sido vítima de um conluio para fraudá-la.
35. Além disso, existem indícios que apontam em sentido contrário ao sugerido pela acusação:
 - i. muitos acusados sofreram prejuízos, o que é incoerente com a tese de que participaram de uma fraude para obter vantagens em detrimento da Real Grandeza;
 - ii. muitos acusados tiveram atuação esporádica, às vezes limitada a uma única operação, o que torna improvável que tenham participado de uma comunhão de esforços com outras pessoas para lesar a Real Grandeza; e
 - iii. as relações pessoais apontadas pela comissão de inquérito entre os acusados são frágeis ou inexistentes.

Materialidade e Individualização

36. De acordo com vários acusados, as deficiências da acusação vão além da mera insuficiência de provas. Quase todos consideraram vagas e imprecisas as imputações feitas pela comissão de inquérito.
37. Tais imputações, segundo alegam, não individualizaram as condutas nem demonstraram o nexo de causalidade adequada entre elas e o resultado produzido, tornando difícil até mesmo a compreensão da tese da acusação e o exercício do direito de defesa.
38. Esse foi um argumento explorado especialmente pelas corretoras e profissionais a elas ligados, a quem competia executar ordens da Real Grandeza ou de suas contrapartes.
39. Para esse subconjunto de acusados, a imprecisão da comissão de inquérito não lhes permitiu acompanhar o raciocínio desenvolvido para estender a eles uma imputação que, mesmo que tenha ocorrido, excedia suas responsabilidades de meros executores de ordens, obrigados a seguir as instruções de seus clientes.¹⁰
40. Adicionalmente, os intermediários destacam que não possuíam elementos para duvidar da legalidade das operações. As próprias bolsas possuem procedimentos para impedir irregularidades nas negociações de ativos. Se tais procedimentos não apontaram a existência de possíveis ilícitos, os intermediários envolvidos tampouco podiam detectá-los.
41. Muitos viram na acusação a intenção de lhes atribuir responsabilidade objetiva, o que entendem ser impossível. Pela proximidade entre o direito penal e o direito administrativo sancionador, eles se sujeitam a um conjunto comum de regras e princípios, dentre os quais a vedação à responsabilidade objetiva.

Atipicidade

42. Os acusados sustentam que suas condutas não se subsumem aos tipos definidos na Instrução CVM nº 8, de 1979, pelas razões descritas a seguir.
43. A prática não-equitativa pressupõe um desequilíbrio entre as partes. No caso, o desequilíbrio que se alega ter existido foi decorrente da comparação entre os prêmios recebidos pela Real Grandeza e os prêmios corretos segundo o modelo de B&S.
44. Todavia, os parâmetros para uso do modelo B&S estavam amplamente divulgados, tanto que a acusação usou-os para calcular os prêmios. Não havia, portanto, desequilíbrio de informação.
45. A decisão da Real Grandeza de não utilizar as informações disponíveis foi exclusivamente sua. Ela não pode ser imputada a terceiros, a menos que se provasse sua influência nas decisões da fundação. E essa prova não teria sido produzida.
46. A criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço foi negada pelo seguinte:
 - i. vários defendentes sustentaram que o volume negociado individualmente por eles foi irrisório comparado com o total;
 - ii. não houve nenhum indício de que o mercado ou os investidores foram influenciados por conta das operações dadas por irregulares; e
 - iii. se o conluio realmente existisse, ele se justificaria por si só; não haveria razão para alterar o fluxo de ordens ou quaisquer

parâmetros de mercado.

47. Já o tipo operação fraudulenta exige para sua caracterização que:

- i. o agente tenha disposição subjetiva de enganar terceiros para enganar a vítima e com isso auferir vantagem patrimonial; e
- ii. a vítima tenha sido de fato enganada e por isso experimentado uma perda indevida.

48. Nada disso teria acontecido. Os acusados não enganaram a Real Grandeza e nem há provas disso no processo. Tampouco a Real Grandeza se mostrou enganada – ela abertamente afirmava ter critérios próprios para precificar opções e com base neles decidiu seus negócios.

49. Além de tudo isso, prosseguem os acusados, não basta que eles tenham obtido por efeito um dos resultados previstos na Instrução CVM nº 8, de 1979; a caracterização da infração exige o dolo específico, ou seja, é necessário que os acusados tenham agido visando especialmente à obtenção de tais efeitos. Isso também não teria sido provado.

50. Segundo os acusados, a disparidade entre fatos e fundamentos jurídicos é tal que não haveria como, nesse processo, a CVM condenar alguém e atender o princípio da motivação dos atos administrativos.

Conflito de Normas

51. A comissão de inquérito pretende responsabilizar os acusados por três infrações distintas. Contudo, o bem tutelado pelos dispositivos citados é o mesmo: o funcionamento normal do mercado. Por isso, ao se adotar a tese da acusação, um mesmo ilícito seria punido várias vezes, o que não é aceitável diante dos princípios do direito sancionador.

Absolvição em Caso Análogo

52. O colegiado absolveu todos os acusados no PAS CVM 03/05, apreciando situação similar ao presente caso. Na ocasião, foram acolhidos diversos dos argumentos acima.

2. Individualização de Condutas e Defesas

1. Para a comissão de inquérito, os acusados formavam blocos distintos de pessoas unidas por laços de amizade, profissão ou parentesco.

Primeiro Bloco

1. O primeiro bloco é composto por José Carlos de Carvalho Dias e por pessoas a ele relacionadas, os quais teriam:

- i. comprando opções da Real Grandeza e vendido essas opções para José Carlos de Carvalho Dias;
- ii. realizando operações similares às de José Carlos de Carvalho Dias;
- iii. comprado opções de José Carlos de Carvalho Dias; ou
- iv. atuando como anteparo entre José Carlos de Carvalho Dias e outro comitente.

2. José Carlos de Carvalho Dias

1. Nas operações questionadas, José Carlos de Carvalho Dias auferiu lucro de R\$6.882.311,36, o maior apurado pela comissão de inquérito. Suas operações ocorreram entre abril e novembro de 1999.

2. Questionado pela comissão de inquérito, prestou os seguintes esclarecimentos:

- i. era cliente de diversas corretoras;
- ii. não manteve contato com a Real Grandeza ou pessoas ligadas;
- iii. foi o responsável pelas operações em seu nome, sem ter recebido sugestão de terceiros;
- iv. em relação à sua estratégia, atuava buscando hedge, taxa de juros ou tendência de mercado;
- v. é amigo ou conhecido de Gilberto da Silva Zalfa; Renato Mamede Noval; Antonio Carlos Borges Camanho; Cássio Ribeiro Correa; Luiz Antonio Sales de Mello; e Luiz Carlos Pires de Araújo;
- vi. não tem relações com outras pessoas que a comissão de inquérito agrupou nesse primeiro bloco de acusados.

3. Ex-funcionário da Agenda, José Carlos de Carvalho Dias permanecia em sua mesa de operações, atendendo clientes, como declarou o Banco Sul América S.A..

4. O relatório de controle da gerência de operações de investimento da Real Grandeza indicava "José Carlos" como operador da Agenda responsável por atender a Real Grandeza na OE 31.

5. Nessa OE, especificamente, ele próprio foi a contraparte da Real Grandeza, auferindo lucro de R\$1.490 mil.

6. José Carlos de Carvalho Dias foi sócio, dentre outros, de Carlos Eduardo Carneiro Lemos e Ricardo Siqueira Rodrigues na Six Flags, empresa que possuía o mesmo endereço da filial da Novinvest no Rio de Janeiro.

7. Apurou-se, ainda, que Carlos Renato Mamede Noval, por ele próprio identificado como seu amigo, atendeu a Real Grandeza no lançamento das opções nas OE 21 e 23.

8. José Carlos de Carvalho Dias obteve os seguintes resultados com compra e reversão ou exercício de opções:

OE nº.	Corretora RG	Resultado R\$	Compra em contraparte a	Venda/exercício em contraparte a
2	-	(157.100,00)	Gayle Mendes Lemos	Merrill Lynch Part. Fin.
3	-	(297.500,00)	Gayle Mendes Lemos	Carlos E. Carneiro Lemos
4	-	40.000,00	Gayle Mendes Lemos	Banco Sul América

11	-	(246.000,00)	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	Não identificado
19	-	440.082,70	Carlos E. C. Lemos e Ricardo Siqueira Rodrigues	Merrill Lynch Part. Fin.
20 A		194.166,00	Guilherme Q Siepmann	Luiz Carlos Pires de Araújo
20 B	Senior/Agenda		LC Pires de Araújo e Paulo Bello	Real Grandeza (*)
21	Agenda	75.000,00	Real Grandeza	Banco BBA Creditanstalt
23	Agenda	54.117,47	Luiz A. Salles de Mello, LC Pires de Araújo e Guilherme Q. Siepmann	Real Grandeza (*)
26	Senior/Equipe	2.322.095,00	Gayle Mendes Lemos	Real Grandeza (*)
27	Americainvest	2.384.700,00	Virgílio Lopes	Real Grandeza (*)
30	Americainvest	4.018.550,00	Gláide Cordeiro/Paulo Bello	Real Grandeza (*)
31	-	1.489.625,67	Alexandre Aguiar de Carvalho	CSFB Global FRF

Obs.: O (*) indica que houve exercício.

9. Quando vendeu opções e foi exercido posteriormente:

OE nº.	Corretora RG	Resultado – R\$	Venda em contraparte a	Exercido por
22	Senior/Equipe	(1.765.440,00)	Real Grandeza	Merrill Lynch Part. Fin.
24	Senior/Equipe	(8.190,00)	Real Grandeza	Fábio Sequeiros de Aguiar
25	Americainvest	(503.190,00)	Real Grandeza	Cassio Ribeiro Correa

Obs.: Fábio Sequeiros e Cassio Ribeiro Correa haviam comprado da Real Grandeza as opções sobre Petrobras PN, com mesma data de vencimento. A Merrill Lynch Part. Fin. adquiriu as opções de Ricardo Siqueira Rodrigues, o qual as havia adquirido da Real Grandeza.

10. E nos seguintes casos, adquiriu opções que expiraram sem exercício:

OE nº.	Resultado R\$	Compra em contraparte a	Venda/exercício em contraparte a
1	(140.000,00)	Gayle Mendes Lemos	-
5	(230.000,00)	Gayle Mendes Lemos	-
9	(268.000,00)	Fábio Sequeiros de Aguiar	-
10	(207.000,00)	Carlos E. Carneiro Lemos	-
12	(187.500,00)	Carlos E. Carneiro Lemos	-
13	(126.000,00)	Carlos E. Carneiro Lemos	-

Obs.: Gayle Mendes Lemos, Fábio Sequeiros de Aguiar e Carlos Eduardo Carneiro Lemos compraram as opções lançadas pela Real Grandeza.

11. Como se verá ao longo do relatório, algumas das contrapartes de José Carlos de Carvalho Dias eram ligadas entre si e também atendiam a Real Grandeza em outras corretoras.
12. Tudo isso, para a comissão de inquérito, demonstra a participação de José Carlos de Carvalho Dias no conluio que visava apurar lucros ilícitos em detrimento da Real Grandeza.
13. Em sua defesa, José Carlos de Carvalho Dias inicialmente recorreu a diversos argumentos comuns a outros acusados e já resumidos acima. Sobre sua situação em especial, declarou que:
 - i. atuou como profissional de mercado durante mais de 10 anos, sendo considerado especialista no mercado de opções, conforme reportagens anexas à sua defesa;
 - ii. entre 1998 e 2001, foi um mero investidor, atuando pela Agenda e por outras corretoras;
 - iii. à época das operações investigadas, era a pessoa física que mais atuava no mercado de capitais brasileiro, sobretudo no de opções;
 - iv. não atendia clientes da corretora Agenda; passava algum tempo na corretora cuidando apenas de seus próprios negócios;
 - v. deixou o mercado de capitais em 2001, quando sofreu sua última quebra;
 - vi. as operações analisadas na acusação são apenas uma fração do seu total de negócios, os quais, no geral, lhe trouxeram grande prejuízo;
 - vii. não sabia quem eram as contrapartes de suas operações;
 - viii. não mantinha relações com a Real Grandeza ou seus dirigentes;
 - ix. a sociedade de que participava, em conjunto com outros acusados nesse processo, foi constituída depois das operações investigadas e não tem relação com o mercado de capitais.

- Nas operações questionadas, Carlos Eduardo Carneiro Lemos auferiu lucro de R\$57.943,00.
- À época dos fatos, atuava na mesa de operações da Novinvest, onde era responsável por atender a Real Grandeza. Era casado com Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, que foi operadora de mesa das corretoras Fator e Senior, nas quais também atendia a Real Grandeza.
- De fato, nas OE 16, 17 e 19, quando atuou em contraparte à Real Grandeza, essa fundação atuou pela corretora Senior e foi atendida por sua esposa.
- Carlos Eduardo Carneiro Lemos alegou que foi o responsável por todas as operações em seu nome, não tendo recebido sugestões de terceiros. Informou, porém, que não se recorda da estratégia e fundamento econômico empregados.
- Além de sua esposa, Carlos Eduardo Carneiro Lemos identificou como seus conhecidos: Glayde Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro; Carlos Renato Mamede Noval; Gilberto da Silva Zalfa; Fábio Sequeiros de Aguiar; José Carlos de Carvalho Dias; Ricardo Siqueira Rodrigues. Como já visto, foi sócio desses dois últimos na Six Flags.
- Afirmou, ainda, que quando foi operador de bolsa manteve contato por telefone com José Dias da Silva e Antonio Yoshio Mizuno, ambos da Real Grandeza.
- Operando pela Novinvest, que repassou as ordens para a Agenda executar, o acusado auferiu os seguintes resultados com opções vendidas ou exercidas:

OE nº.	Período	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda / exercício em contraparte a
10	02.06 a 04.06.99	Novinvest/Agenda	103.700,00	Real Grandeza	José Carlos de Carvalho Dias e Virgilio Lopes
11	30.06 a 02.07.99	Novinvest/Agenda	224.000,00	Real Grandeza	José Carlos. de Carvalho Dias
12	08.07 a 19.07.99	Novinvest/Agenda	(79.500,00)	Real Grandeza	José Carlos. de Carvalho Dias
13	21.07 a 27.07.99	Senior/Agenda	(28.000,00)	Real Grandeza	José Carlos. de Carvalho Dias
14/15	21.07 a 30.09.99	Senior/Agenda	-	Real Grandeza	Merrill Lynch
14/15	21.07 a 14.10.99	Senior/Agenda	(649,50)	Real Grandeza	Real Grandeza (*)
16	26.07 a 29.09.99	Senior/Agenda	12.500,00	Real Grandeza	Real Grandeza (*)
17	27.07 a 29.09.99	Senior/Agenda	(2.607,50)	Real Grandeza	Real Grandeza (*)
19A	06.08 a 12.08.99	Senior/Agenda	19.000,00	Real Grandeza	José Carlos de Carvalho Dias e Fernando Mendes. Castello. Branco de Oliveira
19B	06.08.99	Senior/Agenda	-	Real Grandeza	-
27	22.10 a 25.10.99	Americainvest	184.500,00	Real Grandeza	Virgilio Lopes

(*) Exercício

- Opções adquiridas em contraparte à Real Grandeza que expiraram:

OE nº.	Praça	Resultado – R\$
68	RJ	(375.000,00)

- A comissão de inquérito salientou que a participação de Carlos Eduardo Carneiro Lemos não foi esporádica, tendo atuado em 11 OE.
 - Foi destacado também que recebeu repasses financeiros de Maximiliano Chinaglia em uma das contas bancárias constantes em suas fichas cadastrais na Novinvest. Maximiliano Chinaglia afirmou à comissão de inquérito que não estruturava as operações praticadas em seu nome e repassava os lucros obtidos a terceiros.
 - Por tudo isso, foi acusado de compor o conluio. O acusado não apresentou defesa.
4. Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos

- Nas operações questionadas, Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos auferiu lucro de R\$574.040,00.
- Esposa de Carlos Eduardo Carneiro Lemos à época dos fatos, participou de 7 OE, entre abril de 1999 e janeiro de 2001. Foi funcionária da corretora Fator até julho de 1999, quando passou a trabalhar na Senior. Nessas duas corretoras, atendia a Real Grandeza.
- Declarou-se responsável por todas as operações em seu nome, não tendo recebido sugestões de terceiros. Informou, porém, que não se recorda da estratégia e fundamento econômico empregados.
- Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos operou pelas corretoras Fator e Senior, que repassou as ordens para a Agenda executar. Obteve o seguinte resultado com a compra de opções que tiveram a Real Grandeza como contraparte:

OE nº.	Período	Corretora Gayle	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Venda em contraparte a
1	06.04 a 07.04.99	Fator	Novinvest/Agenda	40.000,00	José Carlos de Carvalho Dias
2	09.04 a 12.04.99	Fator	Novinvest/Agenda	56.100,00	José Carlos de Carvalho Dias
3	28.04 a 29.04.99	Fator	Novinvest/Agenda	76.500,00	José Carlos de Carvalho Dias
4	29.04 a 30.04.99	Fator	Novinvest/Agenda	105.990,00	José Carlos de Carvalho Dias
5	30.04 a 03.05.99	Fator	Novinvest/Agenda	115.960,00	José Carlos de Carvalho Dias
26	25.08 a 30.08.99	Senior/Equipe	Americainvest	183.000,00	José Carlos de Carvalho Dias e Merrill Lynch Part. Fin.
96	12.01.01	Senior	Novinvest	(3.510,00)	-

5. Nas OE 1, 2, 3, 4 e 5, foi Carlos Eduardo Carneiro Lemos, marido da acusada, que atendeu a Real Grandeza na Novinvest, corretora utilizada pela fundação nessas operações. Como já visto, nas OE 13, 14, 15, 16, 17 e 19, ocorreu o inverso: Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos atendeu a Real Grandeza na Senior e seu marido figurou como contraparte.

6. Acusada de pertencer ao conluio em razão dessas operações, a acusada não apresentou defesa.

5. Glayde Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro

1. Nas operações questionadas, Glayde Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro auferiu lucro de R\$380.000,00.
2. Irmã de Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, participou de 1 OE, em novembro de 1999. Afirmando ter sido a responsável pelas operações em seu nome, mas não indicou a estratégia ou o fundamento econômico utilizados.
3. Questionada sobre relações com outras pessoas envolvidas no processo, indicou conhecer apenas Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, sua irmã, e Carlos Eduardo Carneiro Lemos, seu cunhado. Negou qualquer contato com a Real Grandeza ou pessoas ligadas.
4. Na OE em que participou, atuou do seguinte modo:

OE nº.	Período	Corretora Glayde	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Venda em contraparte a
30	23.11 a 02.12.99	Novinvest/Agenda	Americainvest	380.000,00	José Carlos de Carvalho Dias e Virgílio Lopes

5. Segundo a comissão de inquérito, a operação foi similar àquelas realizadas por sua irmã, Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos. Virgílio Lopes figurou como anteparo entre os participantes do conluio, como fazia com frequência. Isso demonstraria sua participação no conluio.

6. A acusada não apresentou defesa.

6. Virgílio Lopes

1. Nas operações questionadas, Virgílio Lopes auferiu lucro de R\$28.500,00.
2. Operando pela Quantia CCTVM Ltda ("Quantia"), realizou os seguintes negócios com opções:

OE nº.	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
26 (*)	31.08.99 a 20.09.99	(560.000,00)	José Carlos de Carvalho Dias	José Carlos de Carvalho Dias
27	25.10.99 a 08.11.99	640.500,00	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	José Carlos de Carvalho Dias
30	26.11.99 a 29.11.99	(52.000,00)	Glayde Rosângela Gilherme Mendes Cordeiro	Paulo Roberto Bello Correia. Lima

(*) Nessa operação, Virgílio Lopes primeiro vendeu as opções e depois as comprou.

3. A comissão de inquérito afirma que Virgílio Lopes participou do conluio atuando como anteparo de comitentes integrantes deste grupo, notadamente José Carlos de Carvalho Dias e Carlos Eduardo Carneiro Lemos.
4. No âmbito do PAS CVM nº 16/05, que versa sobre tema similar, o acusado informou que ele próprio tomou a decisão de investimento, com o objetivo de obter resultado positivo. Nesse processo, o acusado não respondeu aos questionamentos que lhe foram endereçados, tampouco apresentou defesa.

7. Ricardo Siqueira Rodrigues

1. Nas operações questionadas, Ricardo Siqueira Rodrigues auferiu lucro de R\$270.400,00.
2. Funcionário da Novinvest, foi identificado pela corretora como um dos atendentes da Real Grandeza. Ele próprio declarou-se amigo de Carlos Eduardo Carneiro Lemos, José Carlos de Carvalho Dias, Gilberto da Silva Zalfa e Werles Lopes da Silva.
3. Nas duas OE em que participou, comprou opções da Real Grandeza e vendeu-as a terceiros:

OE nº.	Período	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Venda em contraparte a
19	06.08 a 12.08.99	Senior/Agenda	6.400,00	José Carlos. de Carvalho Dias e Guilherme Queiroz. Siepmann
22	11.08 a 19.08.99	Senior/Equipe	264.000,00	Merrill Lynch Part. Fin.

4. Na OE 19, a Novinvest repassou suas ordens para a Agenda, onde trabalhavam Gilberto da Silva Zalfa e José Carlos de Carvalho Dias.
 5. Para a acusação, isso demonstra sua participação no conluio.
 6. Em sua defesa, ao lado dos argumentos comuns a outros defendentes, ponderou que os negócios de que participou – apenas duas OE – demonstram a irrelevância de sua atuação e não diferem dos negócios habitualmente realizados, de acordo com sua estratégia de investimento.
 7. Tais operações, ambas envolvendo opções sobre ações emitidas pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, ativos de altíssima de liquidez, representaram menos de 3% dos 64 negócios por ele realizados na BVRJ e cerca de 0,16% do total de suas operações, no mercado no mesmo período.
 8. Além disso, o prêmio pago na OE 19 atingiu 82,4% do justo, segundo a comissão de inquérito, o que foi observado em apenas 2,6% dos negócios da Real Grandeza na BVRJ. Se a comissão estabelecesse um desvio padrão aceitável em relação ao seu preço teórico calculado, provavelmente teria apartado essa OE daquelas que considerou irregulares.
 9. Na OE 22, além de o prêmio estar mais uma vez relativamente próximo ao prêmio teórico (61,6%), a comissão de inquérito desconsiderou que seus negócios faziam parte de uma trava de baixa, que só obteve êxito porque a ação objeto se desvalorizou.
 10. Nos casos em que a Real Grandeza foi sua contraparte, prossegue, ela operou por outras corretoras, que não a Novinvest. Por isso, o defendente não teria como saber que estava negociando com a Real Grandeza.
 11. Finalmente, o defendente acrescentou que possui formação compatível com suas operações, tendo concluído cursos de MBA junto a COPPEAD/UFRJ e junto à BM&F sobre finanças corporativas e derivativos.
8. Fábio Sequeiros de Aguiar

1. Nas operações questionadas, a acusação inicialmente imputou a Fábio Sequeiros de Aguiar um lucro de R\$4.261.190,00, embora posteriormente tenha reconhecido que o valor foi menor, conforme detalhado abaixo.
2. Fábio Sequeiros de Aguiar informou que é operador de mesa da Novinvest desde 1999 e que, nessa condição, manteve contato com a Real Grandeza. Disse ainda que foi o responsável pelas operações em seu nome e não recebeu sugestões de terceiros.
3. Também afirmou conhecer: José Oswaldo Morales e Ricardo Siqueira Rodrigues, gerentes da Novinvest; Carlos Eduardo Carneiro Lemos, Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos e Gilberto da Silva Zalfa; além de José Dias da Silva e Antonio Yoshio Mizuno, operadores da Real Grandeza.
4. Nas duas OE em que participou, comprou opções da Real Grandeza e em seguida revendeu a José Carlos de Carvalho Dias:

OE nº.	Período	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Venda em contraparte a
9	14.05 a 16.08.99	Novinvest/Agenda	158.000,00	José Carlos de Carvalho Dias
24	19.08 a 20.12.99	Senior/Novinvest	4.103.000,00	José Carlos de Carvalho Dias (*)

(*) Na OE 24, Fábio Sequeiros de Aguiar exerceu José Carlos de Carvalho Dias.

5. A comissão de inquérito ainda destaca que, na OE 9, Fábio Sequeiros de Aguiar colaborou para que as opções lançadas a preços baixos pela Real Grandeza acabassem em posse de José Carlos de Carvalho Dias.
6. Em relação à OE 24, a comissão de inquérito registrou que o lucro com o exercício de opções registrado na tabela acima foi, na verdade, limitado a R\$375.000,00, por conta de opções que haviam sido lançadas, as quais foram exercidas contra Fábio Sequeiros de Aguiar.
7. De todo modo, os lucros das duas operações seriam consequência dos preços baixos pagos à Real Grandeza, razão pela qual o comitente foi acusado.
8. Em sua defesa, o acusado ressaltou que seu contato com pessoas da Real Grandeza era apenas profissional e que nunca sugeriu ou influenciou as decisões dos clientes da Novinvest.
9. Destacou que operava com habitualidade no mercado, logo os negócios apontados não foram os únicos de que participou. Observou, também, que os negócios ocorreram em um período de intensa volatilidade, que propiciava boas oportunidades de investimento.
10. Em relação ao fato de que a maioria das operações foi cursada na BVRJ, o defendente ponderou que essa era uma decisão exclusiva do cliente; a Novinvest não tinha interesse em direcionar os negócios à BVRJ porque precisava repassá-los a outra corretora e com isso recebia menor receita de corretagem.
11. O que pode ter levado os clientes a operarem na BVRJ, complementa, é que muitas fundações mantinham ativos custodiados nesse ambiente, facilitando o lançamento de opções; do ponto de vista dos investidores, muitas vezes era possível pagar um prêmio mais baixo, um desconto de liquidez em relação aos prêmios da Bovespa.
12. Quanto às operações, o acusado destacou que elas envolveram opções sobre ações emitidas por Telesp e Petrobras.
13. Os negócios com as duas séries de opções de Telesp resultaram em um prejuízo de R\$22.000,00 e um lucro de R\$158.000,00. Segundo o acusado, são resultados compatíveis com uma atuação normal no mercado.
14. Os negócios com opções de Petrobras resultaram em um lucro de R\$138.000,00. Foram indicados alguns fatores, pelos quais não faria sentido imaginar que essa operação fosse ilícita:

- i. as opções foram mantidas até o seu vencimento, mais de quatro meses depois, submetendo o acusado ao custo de seu carregamento, que à época era muito elevado por conta das taxas de juros vigentes;
- ii. a comissão de inquérito não analisou a íntegra da posição do acusado; além de comprar opções, ele também as havia lançado, posicionando-se em uma trava de alta, que limitava seu lucro;
- iii. seu lucro foi de milhares de reais, não de milhões, já que ele exerceu opções, mas também foi exercido, ficando apenas com a diferença entre os preços de exercício.

9. Cassio Ribeiro Correa

1. Nas operações questionadas, Cassio Ribeiro Correa auferiu lucro de R\$3.776.190,00 na OE 25, em que comprou opções da Real Grandeza e exerceu-as contra José Carlos de Carvalho Dias.
2. Porém, apesar do ganho atribuído ao acusado na compra e no exercício de opções, a comissão de inquérito notou que tal compra foi combinada com uma venda de opções de preço de exercício superior, que limitou seus lucros a R\$393.000,00.

OE nº.	Período	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Exercício em contraparte a
25	20.08 a 20.12.99	Americainvest	3.776.190,00	José Carlos de Carvalho Dias

3. O acusado afirmou que a decisão de cursar a operação e o seu resultado financeiro couberam a Werles Lopes da Silva, que havia conhecido na BVRJ. Para prová-lo, o acusado encaminhou cópias de 5 cheques que emitiu em 27 de agosto de 1999, totalizando R\$232.418,00.
4. Desses cinco cheques, um foi nominativo a Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos. Os outros quatro cheques foram nominativos a pessoas não identificadas no processo, mas três deles continham no verso a inscrição "Dudu", como era conhecido Carlos Eduardo Carneiro Lemos.
5. Esses cinco cheques teriam sido entregues a Werles Lopes da Silva, que inclusive teria orientado sobre o valor a ser preenchido.
6. Cassio Ribeiro Correa ainda acrescentou que veio a trabalhar na Americainvest por indicação de Werles Lopes da Silva. Nessa corretora, conheceu Carlos Eduardo Lemos Carneiro, que mais tarde viria a indicá-lo a uma entrevista com Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos. No mais, negou envolvimento com outros acusados e pessoas ligadas à Real Grandeza.
7. Werles Lopes da Silva, por sua vez, negou participação nas operações de Cassio Ribeiro Correa, bem como a transferência de recursos entre ambos. Disse que entre eles havia apenas um relacionamento profissional dentro da BVRJ.
8. A comissão de inquérito entendeu que os documentos enviados por Cassio Ribeiro Correa não comprovam que Werles Lopes da Silva tenha sido o responsável de fato pela operação. Por essa razão, Cassio Ribeiro Correa foi acusado.
9. Em sua defesa, o acusado apenas reapresentou termo de suas declarações à comissão de inquérito e cópias de cheques emitidos, alguns nominativos a Werles Lopes da Silva.

10. Majesty Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre

1. Nas operações questionadas, o Majesty Fundo de Investimento em Ações – Carteira Livre ("Majesty") auferiu lucro de R\$452.160,00.
2. Constituído e administrado pela Agenda, o Majesty comprava opções da Real Grandeza e as vendia a fundos e carteiras administrados pelo Banco Pactual S.A ("Pactual"). Suas operações se concentraram em janeiro de 2000.
3. O Majesty auferiu os seguintes resultados com a compra de opções e posterior reversão:

OE	Corretora Real Grandeza	Lucro – R\$	Compra em contraparte à Real Grandeza e venda em contraparte a :
40	Novação/Norsul	410.000,00	Pactual (*)
47	Norsul	180.000,00	Pactual (*)

(*) Fundos, clubes de investimento ou carteiras administradas pelo Pactual.

4. Nas operações em que as opções expiraram sem serem exercidas, seu prejuízo foi minimizado em virtude dos prêmios subavaliados, de acordo com a acusação:

OE nº.	Praça	Resultado – R\$
48	RJ	(81.000,00)
79	SP	(56.840,00)

5. Luiz Carlos Pires de Araújo era o diretor da Agenda responsável pela gestão do fundo. Ele alegou que as estratégias e o fundamento econômico das operações do Majesty eram definidos por Mordko Izaak Messer, falecido em 19 de novembro de 2006.
6. Por conta dessas operações, a Agenda, Luiz Carlos Pires de Araújo e o próprio Majesty foram acusados de participar do conluio que visava a lesar a Real Grandeza. Os dois primeiros também foram acusados de negligência na condução dos veículos de investimento pelos quais eram responsáveis.
7. A defesa conjunta apresentada pelos acusados explora argumentos comuns a outros defendentes e já resumidos anteriormente, enfatizando especialmente a absolvição em caso análogo, a legitimidade das operações de lançamento coberto de opções e a impropriedade de comparar os preços justos segundo o modelo B&S com preços praticados pela Real Grandeza usando outros critérios.
8. Os acusados acrescentam ainda que o Majesty participou de quatro OE e obteve prejuízo em duas, o que não seria um resultado razoável para quem se propõe a participar de um conluio.

11. Luiz Carlos Pires de Araújo

1. Nas operações questionadas, Luiz Carlos Pires de Araújo auferiu lucro de R\$217.000,00.
2. Além de diretor da Agenda e responsável pela administração do Majesty, como visto acima, Luiz Carlos Pires de Araújo também realizou operações em nome próprio, comprando opções e posteriormente as revertendo:

OE nº.	Corretora R. GRANDEZA	Lucro – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a :
19	-	37.000,00	Guilherme Queiroz Siepman	José Carlos de Carvalho Dias
20	Senior/Agenda	159.000,00	Real Grandeza	Guilherme Queiroz. Siepman, Paulo Roberto Bello Correia Lima e José Carlos de Carvalho Dias
23	Agenda	21.000,00	Real Grandeza	José Carlos de Carvalho Dias

3. Luiz Carlos Pires de Araújo informou que foi o responsável pelas operações em seu nome e que não tinha contato com pessoas ligadas à Real Grandeza.
 4. Sem se deixar a convencer por tais alegações, a comissão de inquérito o acusou de integrar o conluio que visava a lesar a Real Grandeza.
 5. Em sua defesa, o acusado explora argumentos comuns a outros defendentes e já resumidos anteriormente, enfatizando especialmente a absolvição em caso análogo, a legitimidade das operações de lançamento coberto de opções e a impropriedade de comparar os preços justos segundo o modelo B&S com preços praticados pela Real Grandeza usando outros critérios.
 6. O acusado acrescenta ainda que participou de apenas três OE, o que seria improvável de uma pessoa beneficiada por qualquer conluio.
12. Luiz Antonio Sales de Mello

1. Nas operações questionadas, Luiz Antonio Sales de Mello auferiu lucro de R\$33.840,00.
2. Diretor da Agenda responsável pelas operações em bolsa de valores, participou de uma OE:

OE nº.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
23	33.840,00	Real Grandeza	José Carlos de Carvalho Dias

3. Segundo ele, a decisão de cursar a operação não teve influência de terceiros. Além disso, não mantinha contato com a Real Grandeza ou pessoas ligadas.
4. Sua defesa é idêntica à de Luiz Carlos Pires de Araújo, exceto pelo comentário que faz com relação à única OE em que participou. Para ele, seria risível supor que, se houvesse um conluio, ele realizaria apenas uma operação, para auferir o resultado medíocre de R\$33.840,00.

13. Guilherme Queiroz Siepman

1. Nas operações questionadas, Guilherme Queiroz Siepman auferiu lucro de R\$163.205,00.
2. As operações foram as seguintes:

OE nº.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
19	24.705,00	Carlos Eduardo. Carneiro. Lemos/Ricardo SiqueiraRodrigues	Luiz Carlos. Pires de Araújo
20	77.000,00	Luiz Carlos. Pires de Araújo	José Carlos de Carvalho Dias
23	61.500,00	Real Grandeza	José Carlos de Carvalho Dias

3. Diretor da Agenda no setor de renda fixa, Guilherme Queiroz Siepman afirmou que, na área de bolsa de valores, nunca manteve contato com a Real Grandeza ou pessoas ligadas. Suas operações teriam sido decididas por si próprio, sem influência de terceiros.
 4. Em relação a outros envolvidos no processo, afirmou conhecer: José Carlos de Carvalho Dias, ex-funcionário e cliente da Agenda, Benito Siciliano e Luiz Cláudio Carneiro Leão, gerentes da Real Grandeza, os quais conhecia "de mercado".
 5. Os negócios realizados em seu nome e seus vínculos com a Agenda levaram a comissão de inquérito a acusá-lo de compor o conluio.
 6. Sua defesa também é idêntica à de Luiz Carlos Pires de Araújo, embora chamando atenção para sua participação em apenas três OE.
14. Francisco Régis Fischer

1. Nas operações questionadas, Francisco Régis Fischer auferiu lucro de R\$141.000,00.
2. Esse lucro foi resultante de seus negócios na OE 57:

OE nº.	Período	Corretora Real Grandeza	Resultado R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
57	27.01 a 31.01.00	Norsul	141.000,00	Real Grandeza	Clubes e carteiras Pactual

3. Francisco Régis Fischer, cuja atividade profissional não tinha relação com o mercado, declarou não ter tido contato com a Real Grandeza ou pessoas ligadas. Ele próprio teria sido o responsável pelas operações em seu nome, sem sugestão de terceiros.
4. Afirmou ainda que utilizou o modelo B&S para precificar as opções e que não conhece qualquer das pessoas envolvidas no processo.
5. Segundo a comissão de inquérito, a atuação de Francisco Regis Fischer é similar à apurada no âmbito do PAS CVM nº 16/05 e os

negócios que efetuou são semelhantes aos do Majesty, ou seja, compra de opções em contraparte à Real Grandeza e venda em contraparte a outros participantes do conluio. Por isso, também foi acusado.

6. Em sua defesa, ao lado de argumentos comuns a outros acusados, observa que a única OE de que participou se insere em seu padrão de negócios, como investidor que, embora sem relação profissional com o mercado, opera com regularidade há anos.
7. Nessa OE, comprou opções pelo prêmio unitário de R\$2,20 e as vendeu por R\$3,61. Essas mesmas opções atingiram, alguns dias depois de vendidas, R\$7,56. Mesmo assim, terminaram por expirar sem valor, permitindo a Real Grandeza lucrar todo o prêmio recebido.

15. Paulo Roberto Bello Correia Lima

1. Nas operações questionadas, Paulo Roberto Bello Correia Lima auferiu lucro de R\$224.240,00.
2. Participou de duas OE, executadas em 1999, pela Multiplic CVM S.A. ¹¹ ("Multiplic"):

OE nº.	Corretora	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
20	Multiplic	59.400,00	Luiz Carlos Pires de Araújo	José Carlos de Carvalho Dias
30	Multiplic	164.840,00	Virgílio Lopes	José Carlos de Carvalho Dias

3. Funcionário da Multiplic de novembro de 2000 a agosto de 2002, Paulo Roberto Bello Correia informou que ele próprio foi o responsável pela decisão das operações em seu nome e que não manteve contato com a Real Grandeza.
4. Sobre outras pessoas envolvidas no processo, declarou conhecer Benito Siciliano, gerente de análise de investimentos da Real Grandeza, Jeronymo Monteiro de Sá, gerente de operações de investimentos da Real Grandeza, porém não indicou o relacionamento mantido.
5. Acrescentou ainda que conhece várias pessoas assinaladas pela acusação por atuar desde 1973 no mercado, mas que nenhuma delas participou de suas operações.
6. Pelas operações realizadas, foi considerado parte do conluio.
7. Em sua defesa, o acusado reiterou argumentos similares a de outros defendentes, destacando a insuficiência das provas, a falta de individualização de condutas e a atipicidade das condutas.
8. Também alegou que as duas OE de que participou foram regulares e compunham uma estratégia mais ampla de investimentos pessoais.

16. Merrill Lynch Participações, Finanças e Serviços Ltda.

1. Nas operações questionadas, Merrill Lynch Participações, Finanças e Serviços Ltda ("ML Serviços") auferiu lucro de R\$5.503.306,30.
2. Segundo a acusação, as OE são similares às investigadas no PAS CVM nº 16/05. Em nenhum caso, a ML Serviços adquiriu opções diretamente das fundações de previdência; ela comprou opções de um conjunto de contrapartes que adquirira as opções das fundações alguns dias antes.

OE nº.	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a
2	09.04 a 21.06.99	(129.000,00)	José Carlos de Carvalho Dias
14/15 (*)	30.09 a 18.10.99	(30.000,00)	Carlos Eduardo Carneiro Lemos
19	18.08 a 18.10.99	41.740,00	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo e José Carlos de Carvalho Dias
22	19.08 a 20.12.99	3.878.100,00	Ricardo Siqueira Rodrigues
26	30.08 a 20.12.99	1.762.050,00	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos

(*) Carlos Eduardo. Carneiro Lemos adquirira as 600 milhões de opções da Real Grandeza. Em virtude do critério de sorteio adotado pelas bolsas já comentado nos parágrafos 56/59, a ML Serviços exerceu a Real Grandeza em 597,4 milhões, e outro comitente em 2,6 milhões de opções. Nessa operação as opções "viraram pó":

3. As operações da ML Serviços ocorreram entre abril e agosto de 1999 e foram intermediadas pela Merrill Lynch Corretora S.A CTVM ("Merrill Lynch CTVM"), que as repassou para a Warburg Dillon Read CCVM S.A ("Warburg Dillon") executar.
4. A Merrill Lynch CTVM, por meio de seus diretores, afirmou que apenas presta serviços de corretagem e intermediação para a ML Serviços. O diretor apontado como responsável pelas operações em bolsa de valores foi Alexandre Koch Torres de Assis.
5. A ML Serviços, por meio de seus procuradores, também atribuiu a responsabilidade das operações em seu nome a Alexandre Koch Torres de Assis, diretor da sociedade à época.
6. Assim, verificou-se que Alexandre Koch Torres de Assis era ao mesmo tempo, diretor responsável pelas operações em bolsa de valores da ML Corretora e responsável pelas operações da ML Serviços.
7. Ao ser indagado pela CVM a respeito das operações da ML Serviços, Alexandre Koch Torres de Assis respondeu que "os fundamentos das operações mencionadas estão relacionados à implementação das estratégias proprietárias de operações da referida área de negócios".
8. A despeito de tais alegações, a ML Serviços foi acusada. Adiante se verá que a Merrill Lynch CTVM e Alexandre Koch Torres de Assis também foram acusados pela intermediação dos negócios da ML Serviços.
9. Ao lado de argumentos comuns a outros acusados, a ML Serviços ponderou que:
 - i. adquiriu as opções tendo como contrapartes outros comitentes que não a Real Grandeza;
 - ii. as relações que esses comitentes tinham entre si eram típicas de pessoas que atuam no mercado e não indicam nenhuma ilicitude;
 - iii. pela frequência com que elas e a ML Serviços atuavam no mercado, era natural que elas fossem contrapartes umas das outras em

alguns casos; e

iv. os negócios da ML Serviços nas OE acima se inserem em seu padrão habitual no tocante a valores e quantidades movimentadas.

10. Por terem apresentado proposta de termo de compromisso apreciada e aceita pelo Colegiado, a ML Serviços não será julgada.

17. Agenda CCVM Ltda. e Pessoas Ligadas

1. A Agenda participou como intermediária de 31 das 113 OE, como demonstra a tabela que segue:

OE	Corretora Inicial (1) R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial (1) Contrapartes (2)	Corretora executante contrapartes (2)
1	Novinvest	Agenda	Fator/Agenda*	Fator/Agenda*
2	Novinvest	Agenda	Fator/Agenda*	Fator/Agenda*
3	Novinvest	Agenda	Fator/Agenda*	Fator/Agenda*
4	Novinvest	Agenda	Fator/Agenda*	Fator/Agenda*
5	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
9	Novinvest	Agenda	Novinvest/Agenda*	Agenda/Agenda*
10	Novinvest	Agenda	Novinvest/Agenda*	Agenda/Agenda*
11	Novinvest	Agenda	Novinvest	Agenda
12	Novinvest	Agenda	Novinvest/Agenda*	Agenda/Agenda*
13	Novinvest	Agenda	Novinvest/Agenda*	Agenda/Agenda*
14	Senior	Agenda	Novinvest/M. Lynch	Agenda/Warburg
16	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
17	Sênior	Agenda	Novinvest	Agenda
19	Sênior	Agenda	Agenda/M. Lynch/Agenda	Agenda/Warburg/Novinvest
20	Sênior	Agenda	Agenda	Agenda
21	Agenda	Agenda	Agenda	Agenda
22	Sênior	Equipe	Agenda	Agenda
23	Agenda	Agenda	Agenda	Agenda
24	Sênior	Equipe	Agenda/Novinvest	Agenda/Americainvest
25	Americainvest	Americainvest	Agenda	Agenda
26	Sênior	Equipe	Agenda	Agenda
27	Americainvest	Americainvest	Agenda	Agenda
27	Americainvest	Americainvest	Novinvest	Agenda
30	Americainvest	Americainvest	Novinvest	Agenda
31	Agenda	Agenda	Agenda	Agenda
40	Novação	Norsul	Agenda	Agenda
47	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
48	Indusval	Indusval	Agenda	Agenda
57	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
68	Sênior	Agenda	Novinvest	Agenda
78	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
79	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda

Obs. 1) "Corretora inicial" refere-se à corretora pela qual o comitente atuou. Essa corretora pode ter executado o negócio na bolsa ou repassado para outra corretora executar. Obs. 2) Quando a corretora de "contrapartes" está marcada com *, refere-se a comitentes que participaram da cadeia iniciada com o lançamento de opções pela Real Grandeza sem, necessariamente, terem sido contrapartes da fundação.

- Luiz Antonio Sales de Mello, diretor da corretora responsável pelas operações, alegou que a Agenda nunca estruturava operações; só executava ordens passadas pela Real Grandeza e demais clientes.
- Além de Luiz Antonio Sales de Mello, outros dois diretores da Agenda, Luiz Carlos Pires de Araújo e Guilherme Queiroz Siepmann, realizaram operações em nome próprio, tendo auferido, em conjunto, lucro de R\$414.045,00.
- O Majesty, administrado pela Agenda, também auferiu lucro operando em contraparte à Real Grandeza, assim como Francisco Régis Fischer, cliente da corretora que atuou de modo similar ao fundo.
- Também foi comprovado, segundo a comissão de inquérito, que José Carlos de Carvalho Dias operava na mesa da Agenda, tendo atuado diretamente na montagem das operações, as quais incluíram ainda a participação de outros clientes da corretora.
- Com base no exposto, a comissão de inquérito acredita que a Agenda e pessoas ligadas a ela tiveram participação preponderante na

execução das operações em detrimento da Real Grandeza.

7. Por isso, foram acusados a Agenda e Luiz Antonio Sales de Mello, que já haviam sido acusados de integrar o conluio por outros fundamentos.
8. A defesa conjunta dos acusados explora argumentos comuns a outros defendentes e já resumidos anteriormente, enfatizando especialmente a absolvição em caso análogo, a legitimidade das operações de lançamento coberto de opções e a impropriedade de comparar os preços justos segundo o modelo B&S com preços praticados pela Real Grandeza usando outros critérios.
9. A defesa também ressalta que os próprios dirigentes da Real Grandeza declararam o que pretendiam com as operações – "grau de proteção em torno de 4% e taxa de retorno de 200% do CDI projetado para o período". Eles teriam traçado esses objetivos e não as corretoras que os atenderam.
10. Finalmente, a defesa nega que José Carlos de Carvalho Dias fosse, à época, seu funcionário. Ele seria apenas um cliente, que, como outros, freqüentava as suas dependências.

18. Novinvest CVM Ltda. e Pessoas Ligadas

1. A Novinvest intermediou onze OE para a Real Grandeza, nas quais a fundação experimentou prejuízo de R\$1.188.721,31. Ainda intermediou negócios de pessoas que permaneciam em sua mesa de operações, como Fábio Sequeiros de Aguiar e outros que também são acusados neste processo.

OE	Corretora Inicial ⁽¹⁾ R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial ⁽¹⁾ Contrapartes ⁽²⁾	Corretora executante contrapartes ⁽²⁾
1	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
2	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
3	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
4	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
5	Novinvest	Agenda	Fator	Fator
9	Novinvest	Agenda	Novinvest	Agenda
10	Novinvest	Agenda	Novinvest	Agenda
11	Novinvest	Agenda	Novinvest	Agenda
12	Novinvest	Agenda	Novinvest	Agenda
14	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
16	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
17	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
19	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
22	Senior	Equipe	Novinvest	Americainvest
24	Senior	Equipe	Novinvest	Equipe
27	Americainvest	Americainvest	Novinvest	Agenda
30	Americainvest	Americainvest	Novinvest	Agenda
68	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
96	Novinvest	Novinvest	Novinvest/Senior	Novinvest/Senior
97	Novinvest	Novinvest	Prosper	Prosper

Obs. 1) "Corretora inicial" refere-se à corretora pela qual o comitente atuou. Essa corretora pode ter executado o negócio ou repassado para outra corretora executar.

2. Representada por José Oswaldo Morales Junior, apontado como o diretor responsável pelas operações de bolsa, a corretora informou que sempre atuou como mera intermediadora para clientes.
3. O diretor negou ainda que Carlos Eduardo Carneiro Lemos fosse operador de mesa da Novinvest. Todavia, ele foi indicado pela Real Grandeza como o responsável pelo atendimento da fundação na corretora.
4. A comissão de inquérito salienta que, quando a Real Grandeza atuou pela Novinvest, as suas contrapartes foram o próprio Carlos Eduardo Carneiro Lemos ou pessoas ligadas a ele, que operavam por outra corretora.
5. Por todo o exposto, a acusação afirma que fica caracterizada a participação da Novinvest e de José Oswaldo Morales Junior no conluio.
6. A defesa apresentada pela Novinvest explora argumentos comuns a outros acusados, sobretudo no tocante a prescrição, ausência de autoria e materialidade, insuficiência de provas e limitações do modelo B&S.
7. José Oswaldo Morales Junior não apresentou defesa. Os advogados que representam a Novinvest apresentaram certidão de óbito do acusado e solicitaram sua exclusão do processo.

19. Senior CCVF Ltda. e Pessoas Ligadas

1. A Senior intermediou negócios da Real Grandeza em dez OE, nas quais atuaram como contrapartes da fundação pessoas que integram o primeiro bloco de comitentes apontado pela comissão de inquérito. A Senior intermediou ainda negócios de contrapartes da Real Grandeza que também integram este bloco.
2. O quadro a seguir mostra a participação da corretora nas operações:

OE	Corretora Inicial ⁽¹⁾ R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial ⁽¹⁾ Contrapartes ⁽²⁾	Corretora executante contrapartes ⁽²⁾
12	-	-	Senior	Equipe
14/15	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
14/15	Senior	Agenda	Merrill Lynch	Warburg Dillon
16	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
17	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
19	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda
19	Senior	Agenda	Merrill Lynch	Warburg Dillon
19	Senior	Agenda	Agenda	Agenda
20	Senior	Agenda	Agenda	Agenda
22	Senior	Equipe	Merrill Lynch	Warburg Dillon
22	Senior	Equipe	Novinvest	Americainvest
22	Senior	Equipe	Agenda	Agenda
24	Senior	Equipe	Novinvest	Novinvest/Americainvest
24	Senior	Equipe	Agenda	Agenda
25	Americainvest	Americainvest	Senior	Equipe
26	Senior	Equipe	Agenda	Agenda
26	Americainvest	Americainvest	Senior	Equipe
68	Senior	Agenda	Novinvest	Agenda

3. Edgar da Silva Ramos, diretor da Senior responsável pela operações em bolsa, informou não saber quem era o funcionário que atendia a fundação na corretora, mas que Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos era a responsável pela gerência da mesa de operações no período.
4. A comissão de inquérito ressalta que Carlos Eduardo Carneiro Lemos, marido de Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, atuou como contraparte da Real Grandeza em operações investigadas e era sócio de José Carlos de Carvalho Dias, que supostamente executava a fraude na Agenda. Ambos atuaram tendo a Real Grandeza como contraparte quando esta operou pela Senior.
5. Isso provaria a participação da Senior e de Edgar da Silva Ramos no conluio.
6. Em defesa conjunta, ao lado de argumentos comuns a outros defendentes, os acusados ponderaram que:
 - i. das 13 OE em que estiveram envolvidos, apenas três geraram prejuízo à Real Grandeza;
 - ii. caso se entenda que as OE não foram a melhor opção de investimento para a Real Grandeza, apenas a SPC poderia investigá-la; e
 - iii. seria impossível impedir operações supostamente irregulares de sua funcionária, pois não tinham conhecimento prévio dessas operações;

20. Fator Dória & Atherino S.A. CV e Pessoas Ligadas

1. Não intermediou negócios da Real Grandeza, mas intermediou negócios de Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos em contraparte à fundação. Nessas ocasiões, a Real Grandeza operou pela Novinvest (OE 1, 2, 3, 4 e 5). A própria Fator informou que a Real Grandeza era atendida por Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, quando contactava a corretora.
2. Armênio dos Santos Gaspar Neto, diretor da Fator responsável pelas operações em bolsas de valores de 1999 a 2001, alegou que a corretora foi mera intermediadora nas operações indicadas, recebendo e cumprindo ordens, sem possuir ingerência nas decisões de aplicação de recursos.
3. Todavia, por ter intermediado negócios de Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, a qual mantinha contatos com a Real Grandeza, a comissão de inquérito se convenceu do envolvimento da Fator e de seu diretor responsável no conluio.
4. Em defesa conjunta, os acusados percorrem todos os argumentos já mencionados anteriormente, e destacam, sobre sua situação em particular:¹²
 - i. a comissão de inquérito não apontou qualquer relação entre eles e os funcionários da Real Grandeza ou as demais corretoras que atenderam a fundação;
 - ii. a Fator não operou para sua carteira própria; atuou apenas como intermediária, sem examinar o mérito das ordens que recebia;
 - iii. as OE 3, 4 e 5 tiveram prêmios acima de 77% do considerado justo e um pequeno ajuste nos parâmetros usados nos cálculos da comissão de inquérito poderia levar esse percentual a 100% ou mais; e
 - iv. nas cinco OE, as opções terminaram por expirar sem valor, razão pela qual não faria sentido incluí-las entre as operações consideradas irregulares.

21. Multiplic CVM S.A. e Pessoas Ligadas

1. A Multiplic executou operações de Paulo Roberto Bello Correia Lima, que participou da cadeia de negócios iniciada com o lançamento de opções pela Real Grandeza.
2. Embora não tenha atuado diretamente em contraparte à Real Grandeza, Paulo Roberto Bello Correia Lima efetuou negócios tendo José

Carlos de Carvalho Dias e a Virgílio Lopes como contraparte.

3. José Costa Gonçalves informou que era o diretor da Multiplic responsável pelas operações em bolsa à época. Também declarou que a Real Grandeza não era cliente da Multiplic e que a corretora atuou apenas por conta e ordem de seu cliente.
4. De acordo com a comissão de inquérito, a intermediação dos negócios em nome de Paulo Roberto Bello Correia Lima (integrantes das OE 20 e 30) comprova a participação da corretora e de seu diretor responsável no conluio.
5. Ao lado dos argumentos comuns a outros acusados, os defendentes ponderaram que:
 - i. José Costa Gonçalves trabalha no mercado desde 1967 e nunca foi punido pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil;
 - ii. não estruturaram nem executaram qualquer operação para a Real Grandeza, a qual desconheciam por completo;
 - iii. na OE 20, as opções haviam sido lançadas na BVRJ, por outra instituição, ao preço unitário de R\$9,60 e o cliente que operou pela Multiplic as adquiriu três dias depois, por R\$12,00;
 - iv. nessa mesma OE 20, o cliente só alienou sua posição depois de um mês;
 - v. na OE 30, as opções haviam sido lançadas na BVRJ, por outra instituição, a R\$11,00 e o cliente que operou pela Multiplic as adquiriu seis dias depois, por R\$8,60.

22. Americainvest CCTVM Ltda. e Pessoas Ligadas

1. A Americainvest executou negócios tanto da Real Grandeza quanto de suas contrapartes Fábio Sequeiros de Aguiar e Ricardo Siqueira Rodrigues, ordens essas repassadas pela Novinvest, como demonstra o quadro que segue:

OE	Corretora Inicial ⁽¹⁾ R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial ⁽¹⁾ Contrapartes ⁽²⁾	Corretora executante contrapartes ⁽²⁾
22	Sênior	Equipe	Novinvest	Americainvest
24	Senior	Equipe	Novinvest	Americainvest
25	Americainvest	Americainvest	Agenda/Sênior	Agenda/Equipe
26	Americainvest	Americainvest	Agenda/Sênior	Agenda/Equipe
27	Americainvest	Americainvest	Agenda/Novinvest	Agenda
30	Americainvest	Americainvest	Agenda/Novinvest	Agenda
70	Americainvest	Americainvest	Americainvest	Americainvest

2. Luiz Kleber Hollinger da Silva afirmou que ele próprio foi o diretor responsável por operações em bolsa da Americainvest CCTVM Ltda.
3. Ele afirmou que a Americainvest nunca orientou ou estruturou qualquer operação da Real Grandeza e que as estratégias utilizadas nas operações eram de responsabilidade dos respectivos comitentes. Alegou, ainda, que não havia agentes autônomos ou assessores que atendiam a Real Grandeza e que os negócios da fundação eram executados pelo operador de pregão da corretora.
4. Todavia, a acusação ressalta que os registros da Gerência de Operações de Investimento da Real Grandeza indicam "Cleber" como o operador responsável pelo atendimento na Americainvest.
5. As OE 25, 26, 27 e 30, nas quais a Real Grandeza lançou opções pela Americainvest, resultaram em lucros a alguns dos comitentes agrupados pela comissão de inquérito nesse primeiro bloco de acusados.
6. Além disso, Luiz Kleber Hollinger da Silva declarou que Cassio Ribeiro Correa nunca foi funcionário da Americainvest, apesar de esse acusado ter afirmado o contrário. Cassio Ribeiro Correa consta da relação de operadores cadastrados na BVRJ no período de agosto de 1999 a fevereiro de 2000, comprovando que ele, efetivamente, manteve vínculo profissional com a Americainvest.
7. Por tudo isso, a comissão de inquérito afirma que a Americainvest e Luiz Kleber Hollinger da Silva participaram do conluio, sobretudo ao intermediar negócios da Real Grandeza nas OE 25, 26, 27, 30 e 70, que tiveram como contraparte pessoas ligadas às corretoras Agenda, Senior e Novinvest.
8. Como defesa, os acusados apresentaram declaração sucinta reiterando que nunca orientaram ou estruturaram qualquer operação da Real Grandeza e apenas desempenharam atividade de intermediação, executando as ordens emitidas.

23. Merrill Lynch S.A. CTVM e Pessoas Ligadas

1. Como já mencionado, a Merrill Lynch CTVM intermediou todos os negócios em nome da ML Serviços, repassando a execução dos negócios na BVRJ para a Warburg Dillon. Além disso intermediou negócios em nome da ML Serviços que propiciaram lucros para outros comitentes. Esses negócios teriam tido por objetivo propiciar ganhos aos comitentes e lesar a Real Grandeza.
2. Por isso, foram acusados a Merrill Lynch CTVM e seu diretor responsável por operações em bolsas de valores, Alexandre Koch Torres de Assis.
3. A defesa dos acusados foi apresentada junto com a da ML Serviços, valendo-se, portanto, dos mesmos argumentos, sintetizados acima.
4. De todo modo, cabe destacar alguns dados trazidos em relação aos acusados que relativizam a relação entre a ML Serviços, a Merrill Lynch CTVM e outras pessoas citadas no processo:
 - i. de novembro de 1998 a abril de 1999, a Merrill Lynch CTVM intermediou um volume total de R\$6,2 bilhões, dos quais cerca de R\$1,07 bilhão relativos a ordens emitidas pela ML Serviços;
 - ii. entre maio e agosto de 1999, período das OE investigadas, a Merrill Lynch CTVM intermediou um volume total de R\$326 milhões, dos quais cerca de um terço relativos a ordens emitidas pela ML Serviços;
 - iii. entre de setembro de 1999 a fevereiro de 2000, a Merrill Lynch CTVM intermediou um volume total de R\$5,5 bilhões, dos quais cerca de R\$938 milhões relativos a ordens emitidas pela ML Serviços;

iv. a comissão de inquérito cingiu sua análise a um número pequeno de operações e delas tentou deduzir relações entre a Merrill Lynch CTVM e contrapartes de negócios por ela intermediados.

5. Por terem apresentado proposta de termo de compromisso apreciada e aceita pelo Colegiado, os acusados não serão julgados.

Segundo Bloco

24. O segundo bloco é formado por comitentes que foram contrapartes da Real Grandeza quando ela operou pela Indusval.

25. Reginaldo Alves dos Santos e Alta Commodities & Futures Corretora de Mercadorias Ltda.

1. Nas operações questionadas, Reginaldo Alves dos Santos auferiu lucro de R\$1.127.525,00 e Alta Commodities auferiu lucro de R\$257.631,00.
2. Reginaldo Alves dos Santos era agente autônomo na Indusval. Ele e João Antonio Castilho Perea eram os assessores responsáveis pelo atendimento da Real Grandeza na corretora. Os dois também eram sócios na Alta Commodities.
3. As operações de Reginaldo Alves dos Santos, executadas pela Indusval em janeiro de 2000, envolveram opções inicialmente lançadas pela Real Grandeza, também por meio da Indusval.
4. Comprando e vendendo opções, seu resultado foi:

OE nº.	Corretora	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
34/35	Indusval	14.01 a 11.02.00	947.150,00	Votorantim CTVM p/ Alta Commodities	Real Grandeza
42	Indusval	11.01 a 11.02.00	236.775,00	Real Grandeza	Real Grandeza

5. Também ocorreram casos em que as opções não foram exercidas nem revertidas:

OE nº.	Data	Corretora	Corretora R. Grandeza	Resultado – R\$
48	14.01.00	Indusval	Indusval	(32.400,00)
51	19.01.00	Indusval	Indusval	(24.000,00)

6. A Alta Commodities adquiriu opções da Real Grandeza, quando esta operava pela Indusval.

7. A comissão de inquérito explica que Reginaldo Alves dos Santos, na condição de assessor que atendia a Real Grandeza na corretora, direcionou as operações para a Votorantim CTVM Ltda. ("Votorantim CTVM"), que as repassou para a Itaú CV S.A. ("Itaú CV").

OE nº.	Corretora	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
34/35	Votorantim/Itaú	22.12.99 a 14.01.00	146.081,00	Real Grandeza	Reginaldo Alves dos Santos
38	Votorantim/Itaú	29.12.99 a 11.02.00	111.550,00	Real Grandeza	Real Grandeza

8. Reginaldo Alves dos Santos prestou declarações informando, principalmente, que:

- i. foi agente autônomo vinculado à Indusval de 1995 a 2001, onde trabalhou com João Antonio Castilho Perea;
 - ii. foi o único responsável pelas operações da Alta Commodities;
 - iii. a Alta Commodities mantinha recursos aplicados em fundos da Votorantim CTVM, por isso suas aplicações no mercado de valores mobiliários também eram feitas por esta corretora;
 - iv. a Real Grandeza tornou-se sua cliente, a quem contactava por meio da pessoa que estivesse à mesa da fundação no momento, como Jerônimo Monteiro de Sá e Antônio Yoshio Mizuno.
 - v. oferecia todos os tipos de operações para todos os clientes, dentre eles a Real Grandeza, então cabia ao cliente decidir se o aceitava ou não.
9. Também foi identificada uma operação em nome de Maria dos Santos, mãe de Reginaldo Alves dos Santos. Nessa operação, a OE 56, ela comprou opções que terminaram por expirar sem valor, resultando em prejuízo de R\$6.600,00.
10. Por fim, ele teria financiado e se apropriado do lucro de operações em nome de Maximiliano Chinalgia, outro comitente que teve a Real Grandeza como contraparte. Tais operações estão descritas em maiores detalhes adiante neste relatório.
11. Para a acusação, restou comprovada a participação de Reginaldo Alves dos Santos e Alta Commodities no conluio.
12. Em sua defesa conjunta, ao lado de argumentos comuns a outros acusados, os defendentes argumentaram que:
- i. os resultados que a comissão de inquérito imputa a Reginaldo Alves dos Santos e a Estela Mendes dos Santos são completamente diferentes do que a SPC os havia imputado (lucros de R\$112.575,00 e R\$511.200,00, respectivamente);
 - ii. Reginaldo Alves dos Santos participou de apenas três das 113 OE e sempre manteve as opções por cerca de 30 dias;
 - iii. uma das OE, além da realizada por sua mãe, resultou em prejuízo, contrariamente ao que se poderia esperar se houvesse um conluio estruturado;
 - iv. como o próprio Maximiliano Chinalgia teria afirmado, ele e Reginaldo Alves dos Santos nem sequer se conheciam;
 - v. ainda que Reginaldo Alves dos Santos tivesse emprestado recursos ou recebido pagamentos de Maximiliano Chinalgia, isso não

representaria, por si só, qualquer irregularidade;

vi. não tinha como saber que Maximiliano Chinaglia era a contraparte de alguns dos negócios que realizou; e

vii. nas operações da Alta Commodities, as opções foram mantidas entre 22 e 44 dias, sujeitando-a ao risco de mercado daí decorrente.

26. Maximiliano Chinaglia e João Antonio Castilho Perea

1. Nas operações questionadas, Maximiliano Chinaglia auferiu lucro de R\$116.550,00, que alega ter repassado a terceiros.
2. Como apontado pela comissão de inquérito, Maximiliano Chinaglia realizou operação muito semelhante a uma das operações de Reginaldo Alves dos Santos. As operações coincidiram em relação ao ativo negociado, à corretora, à série das opções e à data de exercício.

OE nº.	Corretora	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
41	Indusval	10.01 a 11.02.00	116.550,00	Real Grandeza	Real Grandeza

3. Todavia, Maximiliano Chinaglia declarou que:
 - i. João Antônio Castilho Perea perguntou-lhe se poderia realizar algumas operações em seu nome, as quais não lhe trariam qualquer custo;
 - ii. não possui meios econômicos para realizar operações em bolsa de valores;
 - iii. não era avisado previamente a cada operação realizada em seu nome, por isso só veio a saber da operação apontada pela comissão de inquérito depois de executada;
 - iv. João Antônio Castilho Perea informou diversas vezes que estava realizando depósitos em sua conta corrente e que, depois, retiraria um cheque do declarante no mesmo valor; e
 - v. nunca esteve nas dependências da Indusval ou manteve contato com pessoas ligadas à corretora, exceto João Antônio Castilho Perea.
4. Maximiliano Chinaglia apresentou documentos que comprovam o recebimento de depósitos e a emissão de cheques a João Antônio Castilho Perea e Estela dos Santos Mendes.
5. João Antônio Castilho Perea prestou declarações informando, em resumo, que:
 - i. trabalhou apenas como agente autônomo na Indusval até por volta de 2000 ou 2001 e foi sócio de Reginaldo Alves dos Santos na Alta Commodities até 2003;
 - ii. a Real Grandeza era uma das clientes de Reginaldo Alves dos Santos na Indusval e ele mantinha contato com Benito Siciliano e, às vezes, com Luis Claudio Carneiro Leão, ambos da Real Grandeza;
 - iii. as operações eram estruturadas e direcionadas à Real Grandeza;
 - iv. a tarefa de mostrar as operações e negociá-las junto aos operadores da Real Grandeza cabia a Reginaldo Alves dos Santos;
 - v. nunca manteve transações comerciais com Maximiliano Chinaglia, mas eventualmente operava pequenos valores em opções para ele;
 - vi. recebeu apenas corretagem das operações realizadas por Maximiliano Chinaglia;
 - vii. Reginaldo Alves dos Santos conhecia Maximiliano Chinaglia de vista, pois ele havia ido à Indusval e sabia das suas operações.
 - viii. não se recordava se havia repassado cheques de Maximiliano Chinaglia para Reginaldo Alves dos Santos ou Estela dos Santos Mendes, mas admitiu a possibilidade.
6. Estela dos Santos Mendes, identificada como favorecida em cheque no valor de R\$103.000,00, emitido por Maximiliano Chinaglia, declarou que:
 - i. não conhecia Maximiliano Chinaglia e, pelo que sabe, não participou e não foi beneficiária dos resultados de suas operações;
 - ii. não tem registro da entrada do referido cheque em sua conta corrente e que o valor de R\$103.000,00 não é significativo em relação à grande movimentação de sua conta à época; e
 - iii. não preencheu os campos para depósito do cheque mencionado e não reconhece a letra constante do cheque.
7. De tudo isso, a comissão de inquérito concluiu que o verdadeiro responsável pelas operações de Maximiliano Chinaglia é Reginaldo Alves dos Santos, que teria fornecido os recursos e auferido a maior parte do resultado financeiro das operações, depositando a maior parte dos recursos na conta corrente de sua sobrinha, Estela dos Santos Mendes.
8. João Antonio Castilho Perea, como intermediário, e Maximiliano Chinaglia, como pessoa interposta, também teriam colaborado com essas operações e auferido ganhos de cerca de R\$1.467,45 e R\$1.000,00, respectivamente.
9. Foram acusados Estela dos Santos Mendes, Maximiliano Chinaglia e João Antonio Castilho Perea. Em relação a Estela dos Santos Mendes, a acusação também se fundamenta na operação que formalmente constou em seu nome, que será descrita adiante no relatório.
10. Em sua defesa, Maximiliano Chinaglia invocou a preliminar de prescrição e reiterou alguns esclarecimentos que havia feito em seu depoimento:
 - i. não era avisado previamente sobre depósitos que João Antonio Castilho Perea faria em sua conta;
 - ii. no dia seguinte a esses depósitos, recebia solicitação de disponibilizar o valor a João Antonio Castilho Perea;
 - iii. concordou com essa prática por acreditar estar ajudando um amigo em situação difícil, a quem era grato porque ele lhe ajudara a obter uma melhor colocação profissional; e

- iv. não tinha ciência de operações no mercado realizadas em seu nome.
11. Maximiliano Chinaglia sustenta ainda que não deve ser penalizado em razão da aplicação do princípio da insignificância, reconhecido por vários tribunais, inclusive o Supremo Tribunal Federal.
12. Por sua vez, João Antônio Castilho Perea invocou em sua defesa diversos argumentos comuns a outros acusados e, especificamente sobre sua situação, afirmou que:
- ele e Maximiliano Chinaglia foram muito amigos durante 30 anos, mas problemas pessoais e financeiros levaram ao rompimento da amizade no início de 2000;
 - nessa época, era credor de Maximiliano Chinaglia;
 - jamais realizou operações em nome de Maximiliano Chinaglia; o depoimento do próprio Maximiliano Chinaglia nesse sentido é inverídico;
 - Maximiliano Chinaglia abriu sua conta na Indusval anos antes e lá realizou diversas operações, como a CVM poderá confirmar ao solicitar cópias de extratos e notas de corretagem;¹³
 - foi apenas executor de ordens de Maximiliano Chinaglia na OE apontada;
 - o próprio Maximiliano Chinaglia afirmou em seu depoimento que os recursos foram repassados a um terceiro; portanto, não teriam beneficiado o acusado.
13. A defesa de Estela dos Santos Mendes, especificamente no que tange ao alegado recebimento do produto das operações de Maximiliano Chinaglia, ponderou que:
- quem executava ordens em seu nome era seu tio, Reginaldo Alves dos Santos, com quem mantinha relação de confiança;
 - as transações de caráter financeiro entre eles possuíam alta dose de informalidade, por isso não é surpresa que um cheque de terceiro tenha sido depositado em sua conta;
 - isso não prova que ela pertencia ao suposto conluio; e
 - a participação nas supostas operações irregulares de Maximiliano Chinaglia foi indevidamente imputada, a um só tempo, a ela e a seu tio.

27. Estela dos Santos Mendes

- Nas operações questionadas, Estela dos Santos Mendes sofreu prejuízo de R\$282.000,00.
- Além de sua participação em operações que formalmente constaram em nome de Maximiliano Chinaglia, Estela dos Santos Mendes participou da OE 69, na qual, tendo a Real Grandeza como contraparte, comprou opções que expiraram sem valor.
- Estela operou pela Votorantim CTVM, que repassou a ordem para que a Itaú CV a executasse:

OE nº.	Data	Corretora	Corretora R. Grandeza	Resultado – R\$
69	11.02.00	Votorantim/Itaú	Indusval	(282.000,00)

- Estela dos Santos Mendes declarou que nunca trabalhou em instituições do mercado financeiro e que ela própria decidiu sobre a operação realizada.
- A comissão de inquérito entendeu que essa operação reforça a participação de Estela dos Santos Mendes no conluio, participação essa que já havia sido detectada por ela ter sido beneficiária de parte dos resultados das operações de Maximiliano Chinaglia.
- Em sua defesa, a acusada reitera argumentos comuns a outros acusados, sobretudo Reginaldo Alves dos Santos e Alta Commodities, com os quais apresentou petição conjunta.
- No tocante à operação em seu nome, ponderou que o prejuízo sofrido basta para afastar qualquer suspeita de ter participado de um conluio que buscava ganhos ilícitos.

28. Antonio Carlos Borges Camanho

- Nas operações questionadas, Antonio Carlos Borges de Camanho auferiu lucro de R\$193.741,45.
- Foi contraparte da Real Grandeza em três operações, nas quais ambos operaram pela Indusval. As operações são as seguintes:

OE nº.	Período	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda / exercício em contraparte a
36	23.12.99 a 30.03.00	173.666,10	Real Grandeza	Real Grandeza(*) (**) e S. Francisco FMIA (*)
37	27.12.99 a 03.04.00	199.534,50	Real Grandeza	Real Grandeza (*)
39	30.12.99	(92.000,00)	Real Grandeza	-

(*) Exercício (**) O comitente comprou 23 milhões de opções em contraparte à Real Grandeza. Em razão do sorteio comentado nos parágrafos 56/59, exerceu esta última em 21 milhões de opções e o São Francisco FMIA em 2 milhões.

- Antonio Carlos Borges Camanho ainda realizou outras três operações que tiveram a Real Grandeza como contraparte, nas quais ambos atuaram pela City CCVM Ltda ("City").¹⁴ Nessas operações, as opções expiraram:

OE nº	Corretora R. Grandeza	Resultado - R\$

43	City	(8.359,15)
46	City	(23.100,00)
66	City	(56.000,00)

4. Embora já tenha sido diretor da Atlântica CTVM no passado, entre 1999 e 2001, Antônio Carlos Borges Camanho não exercia qualquer função em instituições financeiras, segundo informou à comissão de inquérito.
5. Ainda de acordo com seus esclarecimentos, ele nunca manteve contato com pessoas ligadas à Real Grandeza e tomou as decisões sobre as operações sem sugestões de terceiros.
6. Porém, a comissão de inquérito o acusou, destacando que ele auferiu lucro de R\$193.741,45, tendo pago pelas opções prêmios inferiores a 40% dos preços justos calculados pelo modelo B&S.
7. Em sua defesa, ao lado dos argumentos comuns a outros acusados, o defendente observou que:
 - i. nas OE 36 e 37, a restrição de liquidez das opções compromete a aplicabilidade do modelo B&S para apuração do preço teórico; ainda assim, independentemente do preço praticado, a Real Grandeza obteve o ganho potencial implícito nas operações de financiamento, alcançando taxas equivalentes a mais de 50% a.a.;
 - ii. na OE 39, a comissão de inquérito se equivocou ao calcular o preço justo, pois utilizou, como valor das ações subjacentes, a cotação pelo qual os títulos foram adquiridos, em vez da cotação no exato momento do lançamento das opções;
 - iii. na OE 43, além de a falta de liquidez obstar o cálculo do preço justo segundo modelo B&S, a Real grandeza teve um rendimento bruto equivalente a 54% a.a.; e
 - iv. nas OE 46 e 66, o elevado prejuízo do acusado inviabiliza a argumentação de que ele teria participado de um conluio que buscava ganhos ilícitos.

29. Indusval CTVM e Pessoas Ligadas

1. A Indusval participou de 14 OE, nas quais intermediou os negócios da Real Grandeza. Em 11 dessas operações, as contrapartes da Real Grandeza foram pessoas ligadas à Indusval:

OE	Corretora Inicial (1) R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial (1) Contrapartes (2)	Corretora executante contrapartes (2)
34/35	Indusval	Indusval	Votorantim	Itaú
36	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
37	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
38	Indusval	Indusval	Votorantim	Itaú
39	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
41	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
42	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
45	Indusval	Indusval	Intra	Planibanc
48	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
51	Indusval	Indusval	Indusval	Indusval
52	Indusval	Indusval	Intra	Planibanc
56	Indusval	Indusval	Indusval/Nacional/Fator	Indusval/Nacional/Fator
69	Indusval	Indusval	Votorantim	Itaú

2. Carlos Ciampolini era o diretor da corretora responsável pelas operações em bolsa. Ele afirmou que a corretora não estruturava as operações, apenas as executava; e que os responsáveis pelo atendimento da Real Grandeza foram os agentes autônomos João Antonio Castilho Perea e Reginaldo Alves dos Santos.
3. A comissão de inquérito salienta que, em 75% das operações em que a Real Grandeza operou pela Indusval, Reginaldo Alves dos Santos foi contraparte. João Antonio Castilho Perea, que dividia o mesmo código de assessor na corretora com Reginaldo Alves dos Santos, também participou das operações.
4. Por isso, a acusação entende caracterizada a participação da Indusval e de Carlos Ciampolini no conluio apurado.
5. Em sua defesa, os acusados trazem argumentos comuns a outros acusados, enfatizando especialmente que não tiveram nenhuma relação com as decisões estratégicas tomadas pela Real Grandeza.
6. Alegam adicionalmente que a comissão de inquérito adotou critérios incompreensíveis para determinar quais comitentes seriam acusados neste processo. Outros tantos comitentes que também teriam participado das OE, inclusive adquirindo as mesmas opções, foram excluídos do rol de acusados.
7. Como exemplo, o acusado observa que Guilherme Simões de Moraes, Marcelo José Konte, Levi Abuleac e João Carlos de Almeida Gaspar, que participaram da OE 28, não foram acusados, embora tenham realizado operação similar à OE 38.
8. Além disso, os acusados estruturaram novas tabelas das 113 OE irregulares, de modo a destacar o volume de recursos movimentado pela Indusval no conjunto total. A conclusão a que chegaram é que a participação da Indusval é desprezível, alcançando apenas 2,19% do volume de compra, venda e exercício de opções.
9. Em relação a Carlos Ciampolini, destacam a impossibilidade de responsabilizá-lo objetivamente, apenas em razão de seu cargo.

30. O terceiro bloco é formado por Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane, Quality CCTVM Ltda., Stock Máxima e pessoas a eles ligadas.
31. A acusação registra que as pessoas que compõem esse bloco passaram a atuar quando a Real Grandeza deixou de operar pela Agenda. A partir desse momento, a Real Grandeza direcionou diversas operações à Quality e à Multistock, onde as pessoas que a atendiam muitas vezes foram as contrapartes de seus negócios.
32. A comissão de inquérito também registra que nesse período houve queda acentuada das ações, o que freqüentemente frustrou a lucratividade esperada pelas contrapartes da Real Grandeza.
33. Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo
1. Nas operações questionadas, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo auferiu lucro de R\$90.938,00.
 2. Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo declarou que:
 - i. entre 1999 a 2001, era cliente da Multistock;
 - ii. a responsabilidade pelos negócios em seu nome é exclusivamente sua e não recebeu sugestões de terceiros;
 - iii. Alessandra Soares de Andrade Hidalgo é sua filha; e
 - iv. no passado, trabalhou com Gerson Scaciotta Rebane, Silvio Luiz Laudisio Leonhardt e Reginaldo Alves dos Santos.
 3. Segundo declarações prestadas pela Quality, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo atendia clientes nessa corretora, tendo atendido a Real Grandeza e inclusive oferecido operações, como confirma a transcrição da gravação das ordens, encaminhada pela fundação. Outras transcrições confirmam que Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo também atendeu a Real Grandeza quando esta operou pela Multistock.
 4. Em declarações prestadas no PAS CVM nº 16/05, em que também é acusado, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo declarou que, em 1999, foi contratado pela Quality; e que era interessante adquirir opções lançadas por fundos de pensão, em razão da simplicidade dos critérios por eles adotados.
 5. A Multistock informou à CVM que Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota e Silvio Luiz Laudisio Leonhardt tinham acesso à sala de clientes e que Alessandra Soares de Andrade Hidalgo foi operadora de mesa em 2000.
 6. Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo comprou e vendeu opções nos seguintes casos:

OE nº.	Corretora Hidalgo	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
55	Norsul	Quality/Multistock	264.800,00	Real Grandeza	Real Grandeza
58	Norsul	Quality/Multistock	205.000,00	Real Grandeza	CSFB Global FRF - CE
58	Norsul	Quality/Multistock	(24.000,00)	Real Grandeza	-
59	Norsul	Quality/Multistock	230.000,00	Real Grandeza	CSFB Global FRF - CE
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(100,00)	Real Grandeza	Isaac Michaan (day-trade)
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(14.400,00)	Real Grandeza	-
88	Multistock	Multistock	132.340,00	Real Grandeza	Real Grandeza
89	Multistock	Multistock	289.760,00	Real Grandeza	R. Grandeza/The 1 st Stock Equity Fund
89	Multistock	Multistock	(4.320,00)	Real Grandeza	-
100	Multistock	Comercial	119.004,00	Real Grandeza	Real Grandeza
100	Multistock	Comercial	(3.210,00)	Real Grandeza	-
			1.194.874,00		

7. Nos casos abaixo, ele comprou opções que expiraram:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Resultado – R\$	PR neg/pr. teórico
49	Norsul	Quality/Multistock	(64.000,00)	35,2%
50	Norsul	Quality/Multistock	(48.000,00)	34,3%
62	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(4.100,00)	53,5%
71	Norsul	Quality/Multistock	(56.500,00)	61,4%
75	Multistock	Multistock	(11.000,00)	37,4%

76	Multistock	Multistock	(127.500,00)	55,6%
77	Norsul	Multistock	(138.920,00)	55,6%
82	Norsul	Multistock	(84.000,00)	85,0%
83	Norsul	Multistock	(121.800,00)	85,0%
86	Multistock	Multistock	(211.802,00)	66,2%
90/91	Comercial	Multistock	(10.004,00)	39,6%
92	Comercial/Multistock	Multistock	(28.025,00)	43,1%
94	Multistock	Multistock	(41.300,00)	41,3%
95	Multistock	Comercial	(5.960,00)	44,4%
101	Multistock	Comercial	(39.900,00)	102,2%
110	Multistock	Comercial	(76.200,00)	117,4%
111	Multistock	Comercial	(34.925,00)	117,4%
Total			(1.103.936,00)	

8. A acusação destaca que a perda de Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo foi minimizada nas operações em que as opções expiraram, pois o prêmio pago foi inferior a 70% do preço justo calculado com base no modelo B&S. Estima-se que, aos preços justos, ele teria perdido R\$700.000,00 a mais.
9. Também foi enfatizado na acusação que Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo passou a operar em janeiro de 2000, quando a Real Grandeza deixou de operar pela Agenda e passou a ter grande parte de suas operações executadas pelas corretoras Quality e Multistock.
10. Por tudo isso, a comissão de inquérito considerou comprovada sua participação no conluio investigado.
11. O acusado subscreveu sua defesa apresentada no PAS CVM 16/05, em que também é acusado. Naquela oportunidade, o acusado arguiu uma série de pontos já resumidos anteriormente neste relatório.
12. Em especial, destaco o seguinte:
 - i. o acusado teria realizado suas operações com base na análise fundamentalista das ações e tendências de mercado, sem influência de suas contrapartes, que desconhecia;
 - ii. seu relacionamento com Silvio Luiz Laudisio Leonhardt e Gerson Scaciota Rebane não é indício de irregularidade alguma; e
 - iii. o elevado número de operações em que teve prejuízo depõe contra a tese de que teria participado de algum conluio.

34. Alessandra Soares de Andrade Hidalgo

1. Nas operações questionadas, Alessandra Soares de Andrade Hidalgo sofreu prejuízo de R\$10.600,00.
2. Esse prejuízo resultou de sua atuação nas duas OE abaixo, em que opções compradas tendo a Real Grandeza como contraparte expiraram:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Resultado- R\$
49	Norsul	Quality/Multistock	(6.400,00)
83	Norsul	Multistock	(4.200,00)

3. Filha de Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Alessandra Soares de Andrade Hidalgo confirmou ter trabalhado na Multistock, onde conheceu Gerson Scaciotta Rebane e Silvio Luiz Laudisio Leonhardt.
4. Sobre suas operações, disse não ter mantido contatos com a Real Grandeza e que foi responsável pelas operações realizadas em seu nome, não tendo recebido sugestões de terceiros.
5. Porém, a comissão de inquérito também a considerou uma integrante do conluio, dadas as suas operações e relações com outros alegados componentes desse conluio.
6. Assim como seu pai, a acusada apenas subscreveu a defesa que apresentou no PAS CVM nº 16/05, em que também é acusada. Seus argumentos são similares aos que já foram resumidos em outras seções deste relatório.

35. Gerson Scaciota Rebane

1. Nas operações questionadas, Gerson Scaciota Rebane sofreu prejuízo de R\$56.854,00.
2. Gerson Scaciota Rebane afirmou à comissão de inquérito que:
 - i. até julho de 1999, foi gerente de mesa operacional na Exata S.A CTVM ("Exata");
 - ii. de agosto a dezembro de 1999, foi operador de mesa na Quality;¹⁵
 - iii. de janeiro de 2000 a outubro de 2001, foi operador de mesa da Multistock; e
 - iv. foi responsável pelas operações realizadas em seu nome, não tendo recebido sugestões de terceiros.
3. Transcrições de gravações encaminhadas pela Real Grandeza comprovam que Gerson Scaciota Rebane atendeu a Real Grandeza nas corretoras Quality e Multistock.
4. Em suas operações, atuou pelas corretoras Norsul CCVM S.A ("Norsul"),¹⁶ Multistock e Comercial CVC S.A ("Comercial").¹⁷
5. Nos casos abaixo, vendeu as opções que havia adquirido da Real Grandeza:

OE nº.	Corretora G. Rebane	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
58	Norsul	Quality/Multistock	61.500,00	Real Grandeza	Fox Fundo de Renda Fixa CE
59	Norsul	Quality/Multistock	87.500,00	Real Grandeza	Luiz Fernando. Bellintani, Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro e CSFB Global FRF - CE
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(100,00)	Real Grandeza	Moise Candi Ajami (day-trade)
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(10.800,00)	Real Grandeza	-
87	Multistock	Multistock	17.045,00	Real Grandeza	Fabio Sousa da Silva, Rodrigo Freitas Poppe de Figueiredo e Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro
87	Multistock	Multistock	(19.095,00)	Real Grandeza	-
88	Multistock	Multistock	61.080,00	Real Grandeza	Real Grandeza
89	Multistock	Multistock	1.380,00	The 1 st Stock Equity Fund	Real Grandeza
90/91	Comercial	Multistock		Real Grandeza	Bancocidade CVMC
90/91	Comercial	Multistock		Real Grandeza	-
100	Multistock	Comercial	23.103,00	Real Grandeza	Real Grandeza
110	Multistock	Comercial	(26.000,00)	Real Grandeza	Real Grandeza

6. O quadro a seguir mostra as opções adquiridas da Real Grandeza que expiraram:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Resultado– R\$	Pr. neg/pr. teórico
49	Norsul	Quality/Multistock	(60.800,00)	35,2%
50	Norsul	Quality/Multistock	(24.000,00)	34,3%
62	Multistock	Quality/Multistock	(4.100,00)	53,5%
63	Multistock	Quality/Multistock	(7.200,00)	53,5%
71	Norsul	Quality/Multistock	(28.250,00)	61,4%
75	Multistock	Multistock	(11.000,00)	37,4%
82	Norsul	Multistock	(10.500,00)	85,0%
86	Multistock	Multistock	(62.167,00)	66,2%
92	Comercial	Multistock	(14.750,00)	43,1%
93	Comercial	Multistock	(9.550,00)	43,1%
94	Multistock	Multistock	(20.150,00)	41,3%

7. A acusação destaca que o preço pago por Gerson Scaciota Rebane foi inferior a 70% do preço justo em 10 operações, dentre as 11 em que as opções adquiridas expiraram, conseqüentemente minimizando o seu prejuízo e o lucro da Real Grandeza em cerca de R\$300.000,00.

8. Para a comissão de inquérito, os negócios em nome de Luiz Fernando Bellitani e Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro (integrantes das OE 61 e 87) também devem ser imputados a Gerson Scaciota Rebane. Os dois comitentes afirmaram que o responsável pelas operações em seus nomes foi, de fato, Gerson Scaciota Rebane.

9. Pelo conjunto desses negócios e suas características, Gerson Scaciota Rebane foi acusado de compor o conluio.

10. Em sua defesa, ao lado dos argumentos comuns a outros acusados e já abordados nesse relatório, acrescentou que:

- i. tinha vasta atuação no mercado, sendo por isso razoável que a Real Grandeza fosse ocasionalmente a sua contraparte;
- ii. das 23 OE em que participou, 19 delas terminaram com suas opções expirando sem valor;

- iii. dessas mesmas 23 OE, apenas oito foram concluídas na BVRJ, todas com prejuízo;
- iv. a grande maioria dos negócios resultou em prejuízo;
- v. seu ganho na OE 89 foi de R\$380,00 e não de R\$1.380,00; e
- vi. nas OE 88, 89 e 100, foram praticados, em benefício da Real Grandeza, preços superiores aos justos, o que levaria à inusitada situação de que ela teria sido beneficiada pelo conluio montado para prejudicá-la.

36. Silvío Luiz Laudisio Leonhardt

1. Nas operações questionadas, Silvío Luiz Laudisio Leonhardt sofreu prejuízo de R\$65.413,00.
2. Questionado pela comissão de inquérito, afirmou que:
 - i. trabalhou até julho de 1999 na Exata, de agosto a dezembro de 1999 na Quality e de janeiro de 2000 a outubro de 2002 na Multistock, sempre como agente autônomo;
 - ii. foi o responsável pelas operações em seu nome, não tendo recebido sugestões de terceiros; e
 - iii. não manteve contatos com a Real Grandeza.
3. Contudo, transcrições da gravação das ordens da Real Grandeza indicam que o acusado atendeu a Real Grandeza na Multistock de 22 de junho de 1999 a 1 de fevereiro de 2000.
4. O quadro abaixo revela suas compras de opções e subseqüentes vendas:

OE nº.	Corretora S. Leonhardt	Corretora R. GRANDEZA	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
58	Norsul	Quality/Multistock	61.500,00	Real Grandeza	Fox Fundo de Renda Fixa CE
59	Norsul	Quality/Multistock	127.500,00	Real Grandeza	CSFB Global FRF - CE
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(100,00)	Real Grandeza	Moise Candi Ajami (day-trade)
67	Quality/Multistock	Quality/Multistock	(10.800,00)	Real Grandeza	-
87	Multistock	Multistock	9.570,00	Real Grandeza	Fabio Sousa da Silva e Rodrigo Freitas Poppe de Figueiredo
87	Multistock	Multistock	(24.120,00)	Real Grandeza	-
88	Multistock	Multistock	61.080,00	Real Grandeza	Real Grandeza
90/91	Comercial	Multistock	18.206,00	Real Grandeza	Bruno Grafem de O. Rodrigues e The 1 st . Stock Equity Fund
100	Multistock	Comercial	33.963,00	Real Grandeza	Real Grandeza
101	Multistock	Comercial	(4.000,00)	Real Grandeza	Real Grandeza – rev. Parcial

5. Além dessas operações, Silvío Luiz Laudisio Leonhardt adquiriu opções que expiraram sem valor:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Resultado– R\$	Pr. neg/pr. Teórico
49	Norsul	Quality/Multistock	(76.800,00)	35,2%
50	Norsul	Quality/Multistock	(40.000,00)	34,3%
62	Multistock	Quality/Multistock	(4.100,00)	53,5%
63	Multistock	Quality/Multistock	(7.200,00)	53,5%
71	Norsul	Quality/Multistock	(28.250,00)	61,4%
75	Multistock	Multistock	(11.000,00)	37,4%
82	Norsul	Multistock	(10.500,00)	85,0%
86	Multistock	Multistock	(50.751,00)	66,2%
92	Comercial	Multistock	(14.750,00)	43,1%
93	Comercial	Multistock	(9.550,00)	43,1%
94	Multistock	Multistock	(22.150,00)	41,3%

110	Multistock	Comercial	(51.400,00)	117,4%
111	Multistock	Comercial	(11.761,00)	94,6%
			338.212,00	

6. A acusação destaca que o preço pago por Silvio Luiz Laudisio Leonhardt foi inferior a 70% do preço justo nas 13 operações em que as opções adquiridas expiraram, conseqüentemente minimizando seu prejuízo e o lucro da Real Grandeza em cerca de R\$350.000,00.
7. Também foram identificadas duas operações em nome de Silvana Leonhardt, esposa de Silvio Luiz Laudisio Leonhardt, a quem foi atribuída a decisão de realizá-las. As operações foram duas compras de opções; em uma delas as opções foram revendidas com lucro e na outra as opções expiraram sem valor:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Resultado- R\$
110	Multistock	Comercial	1.300,00
112	Multistock	Multistock	(12.500,00)

8. Para a comissão de inquérito, Silvio Luiz Laudisio Leonhardt encerra um subgrupo de comitentes com atuação peculiar, o que demonstra sua participação no conluio.
9. Ele, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Alessandra Soares de Andrade Hidalgo e Gerson Scaciota Rebane trabalharam na Quality quando a Real Grandeza operou por essa corretora; e quando se transferiram para Multistock, a Real Grandeza deixou de operar com a Quality.
10. Além disso, todos, exceto Alessandra Soares de Andrade Hidalgo, eram cotistas do Number One Clube de Investimentos ("Number One"), administrado e gerido pela Multistock, que participou da OE 110, comprando opções da Real Grandeza que terminaram por expirar sem valor.
11. Assim, apesar de não terem auferido resultado positivo em todas as operações do grupo, a acusação afirma que os quatro acusados supra mencionados participaram do conluio que tinha por objetivo operar em detrimento da Real Grandeza.
12. Silvio Luiz Laudisio Leonhardt solicitou que sua defesa apresentada no PAS CVM nº 16/05 fosse aproveitada para o presente processo, tendo em vista a semelhança fática dos casos.
13. Naquela oportunidade, o acusado suscitou argumentos como prescrição, procedimentos de controle da BVRJ, ausência dos elementos integrantes dos tipos legais, inépcia da peça acusatória, conflito de normas e limitações do modelo B&S.
14. Ele também confirmou seu relacionamento com outros profissionais de mercado, com os quais compartilhava estratégias de investimentos similares, ressalvando, porém, que isso não significa que tenha agido em conluio com eles para a prática de atos ilícitos.
37. Multistock S.A. CCV e Pessoas Ligadas
1. A Multistock foi acusada de participar do conluio tanto por ter intermediado operações de comitentes pertencentes a esse bloco de acusados como também por ter decidido sobre negócios de fundos e clubes que ela geria.
2. Em relação ao papel da Multistock como intermediária, a acusação ressalta sua participação em diversas OE, conforme tabela abaixo:

OE	Praça	Corretora Inicial (1) R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial das Contrapartes	Corretora executante das contrapartes
49	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
50	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
55	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
58	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
58	RJ	-	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima
59	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
59	RJ	-	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima
61	RJ	Quality	Stock Máxima	Quality	Stock Máxima
62	RJ	Quality	Stock Máxima	Quality/Multistock	Stock Máxima
63	RJ	Quality	Stock Máxima	Quality/Multistock	Stock Máxima
67	RJ	Quality	Stock Máxima	Quality/Multistock	Stock Máxima
71	RJ	Quality	Stock Máxima	Norsul	Norsul
75	RJ	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima
76	RJ	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima	Stock Máxima
77	RJ	Stock Máxima	Stock Máxima	Norsul	Norsul
82	SP	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul
83	SP	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul
86	SP	Multistock	Multistock	Multistock	Multistock
87	SP	Multistock	Multistock	Multistock	Multistock

88	SP	Multistock	Multistock	Multistock	Multistock
89	SP	Multistock	Multistock	Multistock	Multistock
90/91	SP	Multistock	Multistock	Comercial	Comercial
92	SP	Multistock	Multistock	Comercial/Multistock	Comercial/Multistock
93	SP	Multistock	Multistock	Comercial	Comercial
94	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
95	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
99	SP	Multistock	Multistock	Multistock	Multistock
100	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
101	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
110	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
111	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock

3. Em grande parte das vezes, os negócios intermediados foram da Real Grandeza e de um subgrupo de comitentes influente na corretora, composto por Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Silvio Luiz Laudísio Leonhardt e Gerson Scaciota Rebane.
4. Segundo a própria Multistock, esses clientes tinham acesso à sala de clientes, de onde podiam acompanhar o mercado e "ordenar funcionários voltados a esse tipo de atendimento". Além disso, Alessandra Soares de Andrade Hidalgo foi operadora de mesa da corretora.
5. O diretor responsável pelas operações da Multistock na BVRJ era Eduardo Moraes Gomes de Carvalho. Na Bovespa, os responsáveis foram Ziro Murata Junior, até 18 de fevereiro de 2001, e José Costa Gonçalves, depois disso.
6. Em relação a fundos e clubes sob administração da Multistock, a comissão de inquérito chamou a atenção para dois casos.
7. O primeiro deles foi o Number One, que atuou na OE 110, comprando opções da Real Grandeza que expiraram sem valor, como já relatado.
8. O segundo caso foi o Stock Máxima Gold Fundo de Renda Fixa CE ("SM Gold"), que auferiu lucro de R\$222.000,00. Ele participou da OE 76, entre 22 de março e 10 de abril de 2000.
9. O SM Gold comprou opções da Real Grandeza e vendeu para seis outros fundos que também operaram pela Multistock. As opções acabaram expirando.

OE n.º.	Corretora	Corretora R. Grandeza	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
76	Multistock	Multistock	222.000,00	Real Grandeza	Seis fundos que operaram pela Multistock

10. A comissão de inquérito afirma que os seis fundos que adquiriram as opções foram receptores propositais do prejuízo que o SM Gold sofreria com as opções. A acusação chegou a tal conclusão baseando-se no fato de que tais fundos, com exceção de um, eram exclusivos de investidores institucionais e estavam sob gestão da própria Multistock ou da Máxima.
11. Um dos fundos que atuou na contraparte do SM Fundo foi o The First Stock Equity Fund LLC ("FS Fund"), que sofreu um prejuízo de R\$85.871,00. O FS Fund, investidor estrangeiro representado no Brasil pela Multistock, atuou nas seguintes OE:

OE n.º.	Corretora Contraparte	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
76	Multistock	(216.000,00)	Stock Máxima Gold FRF	-
89	Multistock	159.800,00	Sergio Carlos de Godoy Hidalgo	Real Grandeza
90/91	Multistock/Bancocidade	(24.507,00)	Silvio Laudísio Leonhardt e Bancocidade CVMC	-
99	Multistock	18.000,00	Real Grandeza, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Antônio Carlos Borges Camanho e Prumo Comunicação	Banco Santander Brasil e Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo
110	Multistock	(23.164,00)	Real Grandeza	-

12. Antonio Geraldo da Rocha foi identificado pela Multistock como o responsável por investidores estrangeiros de 1999 a 2001. Seu nome também consta como responsável por diversos fundos administrados pela Multistock à época.
13. A Multistock informou que é apenas representante do FS Fund no Brasil e não possui poderes de administração ou gestão. O efetivo administrador do FS Fund seria a Lion Corporate Services Ltd.
14. Por todo o exposto, foram responsabilizados:
 - i. a Multistock, pela intermediação de operações irregulares de outros comitentes, pelos negócios que decidiu realizar em nome do Number One e do SM Fundo e ainda pela falta de diligência na administração desses veículos de investimento;
 - ii. Eduardo Moraes de Carvalho, por ser diretor responsável pelas operações efetuadas pela Multistock na BVRJ;

- iii. José Costa Gonçalves, por ser diretor responsável pelas operações efetuadas pela Multistock na Bovespa;
 - iv. o FS Fund e o SM Gold, pelas operações que realizaram; e
 - v. Antônio Geraldo da Rocha, diretor responsável por recursos de terceiros, pelas operações do Number One e do SM Gold e pela falta de diligência na administração desses veículos de investimento.
15. Todos os acusados suscitaram diversos argumentos comuns a outros defendentes, que já foram resumidos neste relatório. Além disso, também levantaram esclarecimentos específicos sobre os negócios pelos quais foram acusados, conforme relatado abaixo.
16. Em defesa conjunta, Multistock e SM Gold destacaram que:
- i. a Multistock cumpriu as obrigações que lhe cabia como intermediária; executou ordens de seus clientes e observou normas das bolsas de valores e da CVM;
 - ii. muitas das operações intermediadas pela Multistock tiveram preços próximos e até superiores aos justos; das 32, 15 não apresentavam desvios realmente significativos em relação aos justos; e
 - iii. em outros casos, como na OE 82, pequenas alterações em variáveis como a volatilidade e o preço da ação subjacente fariam com que o preço justo ficasse abaixo dos preços praticados.
17. Eduardo Moraes de Carvalho aduziu que:
- i. no período em que foi diretor de bolsa da Multistock, a corretora executou as OE 75, 76 e 77; e
 - ii. em todas essas três OE, as opções expiraram sem valor.
18. José Costa Gonçalves, por seu turno, alegou que:
- i. de 23 OE intermediadas sob sua responsabilidade, em 21, as opções expiraram sem valor, levando as contrapartes da Real Grandeza a perder todo o valor investido; e
 - ii. nos dois casos em que as opções foram exercidas, OE 88 e 89, os preços pagos à Real Grandeza foram de aproximadamente 130% do preço justo; e
 - iii. o lucro da Real Grandeza nas 23 OE foi de R\$1.993.355,00.
19. O FS Fund destacou que:
- i. das seis OE em que participou, em quatro, as opções expiraram sem valor;
 - ii. nas OE 89 e 110, pagou à Real Grandeza um preço superior ao justo;
 - iii. na OE 76, em que, segundo a acusação, o SM Fundo teria transferido seu prejuízo ao FS Fund, não se produziu o cálculo que permitiria saber se o preço dos negócios entre os dois comitentes estiveram próximos aos justos;
 - iv. na OE89, a Real Grandeza obteve retornos atualizados muito superiores aos da renda fixa, como era seu objetivo.
20. Finalmente, Antônio Geraldo da Rocha alegou em sua defesa que:
- i. jamais recebeu queixa de qualquer cotista em relação aos fundos que a instituição administra;
 - ii. na OE 76/77, as opções adquiridas pelo SM Gold expiraram sem valor, o que representou prejuízo para o fundo e lucro para a Real Grandeza, no montante de R\$725.420,00; e
 - iii. no lançamento das opções adquiridas pelo SM Gold, houve participação de terceiros atuando por outras instituições.
38. Máxima Asset Management S.A e Pessoas Ligadas
1. Entre outros fundos que atuaram tendo o SM Gold como contraparte na OE 76, estavam o FMIA CL Infra Part, Winner FIA e FMIA CL Telepart, todos geridos pela Máxima Asset, que por isso também foi acusada, junto com o diretor responsável, Saul Dutra Sabbá.
 2. A eles foi imputada não só a colaboração com as operações fraudulentas, mas também a falta de diligência na condução desses fundos.
 3. Em defesa conjunta, os acusados ressaltam que:
 - i. os negócios entre o SM Gold e os demais fundos foram os únicos registrados com as opções em 22 de março de 2000, o que demonstra que a liquidez era baixa, inviabilizando a aplicação do modelo B&S;
 - ii. a comissão utilizou o preço médio do dia como parâmetro para o valor das ações subjacentes; o correto seria ter utilizado a cotação das ações no exato momento do lançamento das opções;
 - iii. o SM Gold encerrou suas atividades em maio de 2000, antes do vencimento das opções, em agosto do mesmo ano; e
 - iv. analisar o resultado de operações isoladas em curto intervalo não é uma forma adequada de avaliar o desempenho dos fundos nem a diligência de seus administradores.
39. Quality CCTVM Ltda. e Pessoas Ligadas
1. A Quality CCTVM Ltda. recebeu e repassou negócios da Real Grandeza para serem executados pela Multistock em 11 OE, nas quais a Real Grandeza teve prejuízo de R\$3.702.768,38.
 2. Na maioria desses negócios, foram contrapartes da Real Grandeza, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane, Silvio Luiz Laudisio Leonhardt e Alessandra Soares de Andrade Hidalgo, os quais também tiveram negócios intermediados pela Quality.
 3. Também foram executados pela acusada negócios em nome de Duarte Miguel Ferreira Rodrigues Ribeiro e Luiz Fernando Bellintani, os quais foram imputados à Gerson Scaciota Rebane, conforme já mencionado.
 4. Segundo transcrições de gravações encaminhadas pela Real Grandeza, Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo e Gerson Scaciota Rebane efetivamente atenderam na Quality, inclusive oferecendo-lhe negócios.
 5. Marcos César de Cássio Lima era o diretor da Quality responsável pelas operações em bolsa de valores à época. Ele declarou que a

estratégia das operações era definida por seus clientes, cabendo à Quality somente a execução.

6. Sem se convencer por tal argumento, a comissão de inquérito acusou a Quality e seu diretor responsável por participarem de conluio que visava auferir ganhos em detrimento da Real Grandeza.
7. Em defesa conjunta, ao lado das ponderações comuns a outros defendentes, os acusados observaram que:
 - i. a Quality repassou negócios a Multistock apenas por não poder operar diretamente na BVRJ;
 - ii. não foram detectadas operações da carteira própria da Quality;
 - iii. não foi apurado qualquer benefício à Quality, a não ser a cobrança da taxa de corretagem usual, que não justificaria o risco à sua reputação se a corretora participasse de algum conluio;
 - iv. tanto a Real Grandeza quanto as suas contrapartes afirmaram que tomaram a iniciativa dos negócios por si mesmas; a Quality não influenciou essa decisão, apenas executou ordens de seus clientes;
 - v. não há sequer correlação lógica entre a mera intermediação nos negócios e eventuais irregularidades no cálculo dos prêmios das opções;
 - vi. a comissão de inquérito acusou Marcos César de Cássio Lima sem ao menos descrever que ato ilícito ele teria praticado;
 - vii. Marcos César de Cássio Lima, apesar de seu cargo, não era responsável por esmiuçar os detalhes de cada negócio executado pela Quality; e
 - viii. o fato de pessoas ligadas à Quality terem utilizado a corretora para realizar seus negócios não pode ser tido como indício de irregularidade; a Instrução CVM nº 220, de 15 de setembro de 1994, não só permitia as pessoas ligadas a corretoras de atuar no mercado, como as obrigava a utilizar essas mesmas corretoras.

40. Comercial S.A. CVC e Pessoas Ligadas

1. A Real Grandeza teve seus negócios executados pela Comercial em seis OE, nas quais obteve prejuízo de R\$1.060.401,56. As contrapartes da Real Grandeza nessas OE foram Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane e Silvio Luiz Laudisio Leonhardt, que em dois casos também atuaram pela Comercial.
2. A Comercial também intermediou outros negócios de Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane e Silvio Luiz Laudisio Leonhardt, quando eles tiveram a Real Grandeza como contraparte, operando pela Multistock.
3. A atuação da Comercial é resumida no quadro a seguir:

OE	Praça	Corretora Inicial (1) R. GRANDEZA	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora inicial (1) Contrapartes (2)	Corretora executante contrapartes (2)
32	RJ	Norsul	Norsul	Comercial	Norsul
80	SP	Norsul	Norsul	Comercial	Comercial
90/91	SP	Multistock	Multistock	Comercial	Comercial
92	SP	Multistock	Multistock	Comercial/Multistock	Comercial/Multistock
93	SP	Multistock	Multistock	Comercial	Comercial
94	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
95	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
100	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
101	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
110	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock
111	SP	Comercial	Comercial	Multistock	Multistock

4. Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa era o diretor responsável pelas operações em bolsa à época e Ricardo Chamma Lutfalla atendia tanto a Real Grandeza quanto Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane e Silvio Luiz Laudisio Leonhardt.
5. Embora a Comercial tenha afirmado que apenas executava ordens de clientes, sem interferir na estruturação das operações, para a comissão de inquérito, os elementos dos autos comprovam a participação da Comercial e de Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa no conluio.
6. Em defesa conjunta, os acusados destacaram que:
 - i. das 113 OE investigadas, apenas 6 foram intermediadas pela Comercial e todas no terceiro período, quando as operações foram cursadas na Bovespa, com preços mais próximos dos justos;
 - ii. dessas seis OE, apenas duas tiveram opções com preços inferiores a 87,79% do justo;
 - iii. não foram detectadas operações da carteira própria da Comercial;
 - iv. não foi apurado qualquer benefício à Comercial, a não ser a cobrança da taxa de corretagem usual, que não justificaria o risco à sua reputação se a corretora participasse de algum conluio;
 - v. tanto a Real Grandeza quanto as suas contrapartes afirmaram que tomaram a iniciativa dos negócios por si mesmas; a Comercial não influenciou essa decisão, apenas executou ordens de seus clientes;
 - vi. não há sequer correlação lógica entre a mera intermediação nos negócios e eventuais irregularidades no cálculo dos prêmios das opções;
 - vii. a comissão de inquérito acusou Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa sem ao menos descrever que ato ilícito ele teria praticado; e

viii. Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa, apesar de seu cargo, não era responsável por esmiuçar os detalhes de cada negócio executado pela Comercial.

41. Norsul CCVM S.A. e Pessoas Ligadas

1. A Norsul participou de 23 OE, a maioria relativa a negócios executados na BVRJ. Em 12 OE, a corretora atuou como intermediária da Real Grandeza, que auferiu prejuízo de R\$1.894.420,81.
2. Em alguns casos, o cliente da Norsul era a contraparte da Real Grandeza quando ela lançava opções pela Quality ou Multistock. Frequentemente, os clientes nessas ocasiões eram Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, Gerson Scaciota Rebane ou pessoas a eles ligadas, que atendiam a Real Grandeza na Quality e na Multistock.
3. Também foram destacados casos em que a Norsul executou negócios repassados pela Novação em nome de Antonio Cláudio Schaefer e Maria de Fátima Schaefer, outros supostos participantes no conluio montado para lesar a Real Grandeza.
4. No quadro a seguir, encontra-se um resumo contendo as corretoras que participaram das operações em que a Norsul figurou como executante dos negócios:

OE	Corretora Inicial R. GRANDEZA(*)	Corretora executante R. GRANDEZA	Corretora Inicial Contrapartes (*)	Corretora executante contrapartes
28	Norsul	Norsul	Norsul	Norsul
29	Norsul	Norsul	Prosper	Prosper
32	Norsul	Norsul	Norsul/Novação	Norsul
33	Norsul	Norsul	Norsul/Exata	Norsul/Ágora
40	Novação	Norsul	Agenda	Agenda
44	Novação	Norsul	Novação	Norsul
47	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
53	Norsul	Norsul	Norsul	Norsul
57	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
64	Norsul	Norsul	Norsul/Agente/Comercial/Walpires	Norsul/Norsul/Norsul/Walpires
65	Norsul	Norsul	Norsul	Norsul
78	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
79	Norsul	Norsul	Agenda	Agenda
80	Norsul	Norsul	Exata/Walpires/Prosper	Exata/Walpires/Prosper
49	Quality	Multistock	Norsul	Norsul
50	Quality	Multistock	Norsul	Norsul
55	Quality	Multistock	Norsul	Norsul
58	Quality	Multistock	Norsul	Norsul
59	Quality	Multistock	Norsul	Norsul
71	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul
77	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul
82	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul
83	Multistock	Multistock	Norsul	Norsul

(*) Refere-se à corretora pela qual os comitentes estavam operando diretamente. Essa corretora pode ter repassado os negócios para outra corretora executá-los nas bolsas de valores, aqui denominada "corretora executante".

5. David Bensussan, diretor da Norsul à época dos fatos, declarou que a Norsul limitava-se a executar as ordens demandadas e que não havia uma pessoa na mesa de operações responsável por atender especificamente a Real Grandeza.
6. Mas, segundo a comissão de inquérito, a participação da Norsul e David Bensussan no conluio ficou comprovada e ambos foram acusados.
7. Em sua defesa, a Norsul fez coro a diversos outros acusados no tocante a questões como prescrição, atuação como mera intermediária, ausência dos elementos característicos das infrações, inaplicabilidade da responsabilidade objetiva e impossibilidade de conhecer quaisquer supostas irregularidades dos negócios que intermediou.
8. David Bensussan aderiu à defesa da Norsul.

Quarto Bloco

42. O quarto bloco é formado por comitentes que operaram por outras corretoras.

43. City CCVM Ltda. e Pessoas Ligadas

1. A City recebeu e executou negócios da Real Grandeza na BVRJ. Em oito OE, ela também foi a corretora das contrapartes da Real Grandeza, contrapartes essas que incluíam sua carteira própria e outras pessoas ligadas, como:

- i. City DTVM Ltda. ("City DTVM");
 - ii. City I FMIA, fundo administrado pela City DTVM; e
 - iii. José Duclerc Moretti Santana, sócio-gerente da City;
 - iv. Inácio Fradique Moretti Santana, também sócio-gerente da City;
 - v. Paulo Antonio Fontenelle Reis, diretor da City responsável por operações em bolsas de valores em 1999 e 2000; e
 - vi. Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda. ("Itaqui"), sociedade que tinha como cotistas os últimos três comitentes.
2. Também atuou pela City o comitente Antonio Carlos Borges Camanho, acusado neste processo.
3. Essas pessoas atuaram nas OE listadas no quadro abaixo:

OE	Ação Subjacente	Série	Data	Pr rec / Pr teórico	Desfecho RG
7	Telerj PN	CHJ	10.05.99	67,25%	NE
8	Telerj PN	CJA	11.05.99	67,70%	NE
18	Copel PNB	CJA	06.08.99	75,81%	EX
43	Telerj PN	CFB	12.01.00	47,39%	REEX
46	Telerj PN	CFC	13.01.00	55,00%	RE
66	Cemig PN	CFN	09.02.00	62,02%	NE
72	Banespa PN	CFH	22.02.00	73,40%	NE
73	Banespa PN	CFH	23.02.00	73,43%	NE
74	Banespa PN	CFH	25.02.00	74,44%	NE

4. Nessas operações, era comum que City comprasse ações no mercado à vista da Bovespa e as vendesse em seguida para a Real Grandeza na BVRJ, com resultados praticamente nulos, mas que viabilizavam o lançamento de opções pela fundação.
5. Os resultados com opções obtidos pelas contrapartes da Real Grandeza ligadas à City nos lançamentos intermediados pela própria corretora foram:

Comitente	Operações	Declarações – fls.	Resultado – R\$
City CCVM – carteira própria	OE 08 e 18	2493/2531	1.945,00
City DTVM – carteira própria	OE 07 e 08	7861/7867	(6.090,00)
Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.	OE 07, 08 e 46	5125/5131	(23.985,00)
José Duclerc Moretti Santana	OE 08, 18, 43, 46, 72, 73 e 74	2152/2158	(25.370,00)
Inácio Fradique Moretti Santana	OE 08, 18 e 43	2077/2084	9.860,00
Paulo Antonio Fontenelle Reis	OE 08	2354/2360	(1.745,00)
City I FMIA	OE 46	8574/8576	17.830,00
Antonio Carlos Borges Camanho	OE 43, 46 e 66	1793/1801	(87.459,15)

6. Em relação especificamente às operações da carteira própria da City, listadas na tabela acima, as compras tendo a Real Grandeza como contraparte foram seguidas de vendas das opções a pessoas ligadas:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE 08	(12.215,00)	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana
OE 18	14.160,00	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana e Morgan Stanley do Brasil Ltda.

7. A comissão de inquérito destaca que, caso fosse praticado o preço justo nas OE 7, 8, 66, 72, 73 e 74, em que não houve reversão ou exercício, o prejuízo dos comitentes que atuaram pela City seria majorado em R\$139.980,00.
8. A acusação acrescenta ainda que, para efetuar essas seis operações, a Real Grandeza comprou da City ações no mercado à vista, que desvalorizaram, levando a Real Grandeza a acumular um prejuízo total de R\$884.803,75.
9. Por fim, como a comissão de inquérito acusou a City tomando por base operações em nome do City I FMIA, destaco no quadro a seguir a OE em que esse fundo participou:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE46	17.830,00	Real Grandeza	Real Grandeza e Rui Manuel L. Pereira Pinto

10. Com base nesses fatos, a comissão de inquérito acusou a City:

- i. pelas operações irregulares que intermediou;
- ii. pelas operações de sua carteira própria;
- iii. pelas operações que decidiu como administradora da carteira do City I FMIA; ¹⁸ e

iv. pela falta de diligência como administradora da carteira do City I FMIA. ¹⁹

11. A acusação pelas operações irregulares intermediadas pela City também foram um dos fundamentos da acusação contra o diretor responsável por operações em bolsa de valores, Paulo Antonio Fontenelle Reis. Como se verá em seguida, ele também foi acusado por operações em nome próprio.
12. As imputações relativas a operações do City I FMIA também foram estendidas a José Duclerc Moretti Santana, diretor responsável pelo fundo. Do mesmo modo, esse é apenas um dos fundamentos da acusação contra ele; o outro fundamento são suas operações em nome próprio, descritas adiante.
13. Em sua defesa, ao lado dos argumentos comuns a outros acusados e já vistos anteriormente, a City sustentou que:
 - i. o ganho de R\$1.945,00 de sua carteira própria autoriza aplicação do princípio da bagatela;
 - ii. nas OE 6, 7, 8, 66, 72, 73 e 74, as contrapartes da Real Grandeza tiveram perda de seu investimento, em favor da fundação;
 - iii. nas OE 18, 43 e 46, a Real Grandeza obteve retornos superiores ao CDI do período;
 - iv. se a Real Grandeza não tivesse realizado essas operações, teria deixado de capturar R\$362.210,00 em prêmios de opções que não foram exercidas nem revertidas.

44. José Duclerc Moretti Santana

1. Nas operações questionadas, José Duclerc Moretti Santana sofreu prejuízo de R\$25.370,00.
2. O quadro abaixo demonstra o resultado obtido com compra e venda de opções, intermediadas pela City, como visto acima:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE18	19.590,00	Real Grandeza e City CCVM	Morgan Stanley do Brasil Ltda.
OE43	19.200,00	Real Grandeza	Real Grandeza
OE46	120.800,00	(*)	Real Grandeza

(*) José Duclerc Moretti Santana participou da OE 46 pela primeira vez vendendo opções à Real Grandeza quando ela revertia o lançamento de opções realizados.

3. Além dessas operações, José Duclerc Moretti Santana comprou opções que não foram exercidas nem revertidas, também intermediadas pela City:

Contraparte	Operação	Resultado - R\$
City CCVM e pessoas ligadas	OE 08	(R\$100,00)
Real Grandeza	OE 72	(104.900,00)
Real Grandeza	OE 73	(39.800,00)
Real Grandeza	OE 74	(40.160,00)

4. Como sócio-gerente da City, José Duclerc Moretti Santana informou que manteve relação institucional com a Real Grandeza, por esta ter sido cliente da City. Informou ainda que manteve relacionamento de mercado com Benito Siciliano e Jeronymo Monteiro de Sá, gerentes da diretoria financeira da Real Grandeza.
5. Transcrições das gravações da mesa de operações da Real Grandeza mostram que José Duclerc Moretti Santana efetivamente atendia a Real Grandeza na City, tendo apresentando operações envolvendo ações e opções de compra de ações.
6. A comissão de inquérito destacou que José Duclerc Moretti Santana, ao atender a Real Grandeza, oferecia-lhe operações com opções, cujos preços, em 60% dos casos, foram inferiores a 70% dos preços justos calculados pelo modelo B&S.
7. Por tudo isso, foi acusado de integrar o conluio.
8. Em sua defesa, o acusado levanta questões similares às trazidas por outros acusados e acrescenta que não faria sentido participar de um conluio que lesou a Real Grandeza em R\$16 milhões para, ao final, sofrer um prejuízo de R\$25.370,00.

45. Inácio Fradique Moretti Santana

1. Nas operações questionadas, Inácio Fradique Moretti Santana auferiu lucro de R\$9.860,00.
2. Sócio-gerente da City entre 1999 e 2001, Inácio Fradique Moretti Santana alegou atuar apenas em setores administrativos da corretora. Apenas nessa condição teria mantido algum contato com a Real Grandeza.
3. Suas operações foram:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE08	(3.490,00)	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana
OE18	3.750,00	Real Grandeza	Morgan Stanley do Brasil Ltda.
OE43	9.600,00	Real Grandeza	Real Grandeza

4. A comissão de inquérito também o acusou de infração a Instrução CVM nº 8, de 1979.
5. Em sua defesa, o acusado levanta questões similares às trazidas por outros acusados e acrescenta que não faria sentido participar de um conluio que lesou a Real Grandeza em R\$16 milhões para, ao final, auferir um ganho de R\$9.860,00.
6. A desproporção entre esses valores justificaria a aplicação do princípio da bagatela.
7. O acusado veio a falecer no dia 12 de abril de 2010, conforme atestado de óbito apresentado por seu irmão, poucos dias atrás.

46. Paulo Antônio Fontenelle Reis

1. Nas operações questionadas, Paulo Antônio Fontenelle Reis sofreu prejuízo de R\$1.745,00.
2. Seu prejuízo foi resultante da seguinte operação:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE08	(1.745,00)	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana

3. Paulo Antônio Fontenelle Reis foi diretor de bolsa da City em 1999 e 2000. De janeiro a outubro de 2001, foi gerente de underwriting da Multistock.
4. Informou à comissão de inquérito que conhecia Antonio Carlos Borges Camanho, Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos, Gilberto da Silva Zalfa, Luiz Antonio Sales de Mello e Luiz Carlos Pires de Araújo, indicando os dois últimos como diretores da Agenda.
5. Pela sua OE e suas relações com a City e pessoas ligadas, também foi acusado de compor o conluio.
6. Em sua defesa, o acusado levanta questões similares às trazidas por outros acusados e acrescenta que não faria sentido participar de um conluio que lesou a Real Grandeza em R\$16 milhões para, ao final, sofrer um prejuízo de R\$1.745,00.

47. Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.

1. Nas operações questionadas, a Itaqui sofreu prejuízo de R\$23.985,00.
2. Como já visto, a Itaqui tinha como sócios Inácio Fradique Moretti Santana e José Duclerc Moretti Santana, os quais teriam utilizado a empresa como comitente nas seguintes operações:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE07	(14.050,00)	Real Grandeza	-
OE08	(10.470,00)	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana
OE46	535,00	Rui Manuel L. Pereira Pinto	Real Grandeza

3. Para a acusação, as operações da Itaqui e o envolvimento de seus sócios no conluio demonstram que ela também foi parte das irregularidades apuradas.
4. Em sua defesa, a Itaqui levanta questões similares às trazidas por outros acusados, em especial a City CCVM, acrescentando que não faria sentido participar de um conluio que lesou a Real Grandeza em R\$16 milhões para, ao final, sofrer um prejuízo de R\$23.985,00.
5. Das três OE em que participou, teve prejuízo em duas e na outra teve um lucro ínfimo de R\$535,00, o que mostra que sua atuação no mercado de opções foi um investimento de risco.

48. City DTVM Ltda.

1. Nas operações questionadas, a City DTVM Ltda. ("City DTVM") sofreu prejuízo de R\$14.815,00.
2. Esse prejuízo decorreu de duas operações de sua carteira própria:

Op.	Resultado – R\$	Compra em contraparte a	Venda em contraparte a
OE07	(2.600,00)	Real Grandeza	-
OE08	(12.215,00)	Real Grandeza	José Duclerc Moretti Santana

3. Os diretores da City DTVM eram Inácio Fradique Moretti Santana, José Duclerc Moretti Santana e Paulo Antônio Fontenelle Reis, pessoas que realizaram negócios tendo a Real Grandeza como contraparte e foram acusadas. Como as operações da City DTVM são similares a de seus diretores, a acusação foi estendida a ela.
4. Em sua defesa, a City DTVM levanta questões similares às trazidas por outros acusados, e acrescenta que não faria sentido participar de um conluio que lesou a Real Grandeza em R\$16 milhões para, ao final, sofrer prejuízo.
5. Em relação ao fundo que administrava, o City I FMIA, seu lucro foi de apenas R\$17.830,00, o que não justificaria sua participação no conluio, ainda mais diante do prejuízo que a administradora teria sofrido.

49. Novação CTVM S.A e Pessoas Ligadas

1. Em negócios cursados na BVRJ, a Novação CTVM S.A ("Novação")²⁰ atuou como corretora da Real Grandeza, repassando suas ordens para que a Norsul as executasse, nas OE 40 e 44. A Novação também atuou como corretora de Maria de Fátima Schaefer e Antônio Claudio Schaefer, contrapartes da Real Grandeza nas OE 32 e 44, em que a fundação operou pela Norsul.
2. Em negócios cursados na Bovespa, a Novação intermediou negócios da Real Grandeza em que Maria de Fátima Schaefer figurou como contraparte (OE 81) e negócios de outras contrapartes da Real Grandeza (OE 84).
3. De todas essas operações, a OE 32 em especial chamou atenção da comissão de inquérito, pelos resultados obtidos pelas contrapartes e porque a Real Grandeza operou por meio da Norsul, que era a correspondente da Novação na BVRJ.
4. Isso, segundo a comissão de inquérito, demonstra o envolvimento da Novação e de seu diretor responsável, Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro, no conluio, apesar de suas afirmações de que apenas executaram ordens de seus clientes.
5. Os detalhes sobre a OE 32 estão descritos no trecho seguinte deste relatório, que trata da acusação contra os comitentes nesses negócios.
6. Em defesa conjunta, os acusados levantaram as mesmas questões trazidas por outros defendentes e, especificamente sobre as OE que lhes dizem respeito, argumentaram que:

- i. foram apenas quatro OE, nas quais a Novação não auferiu nenhum benefício além das taxas de corretagens usuais;

- ii. a carteira própria da Novação não participou desses negócios;
- iii. tanto a Real Grandeza quanto as contrapartes assumiram responsabilidade pela estruturação das operações; e
- iv. em relação a Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro, a acusação nem mesmo descreveu fatos que se enquadrariam nas definições da Instrução CVM nº 8, de 1979.

50. Antonio Cláudio Schaefer e Maria de Fátima Schaefer

1. Nas operações questionadas, Antonio Cláudio Schaefer e Maria de Fátima Schaefer, irmãos entre si, auferiram lucros de R\$226.880,00 e R\$282.490,00, respectivamente.
2. Eles atuaram em três OE, pela Novação, tendo a Real Grandeza como contraparte. Em duas delas, a fundação atuou pela Norsul.
3. A acusação se deteve especialmente na OE 32, em que ambos compraram opções e as reverteram 15 dias depois, sempre tendo a Real Grandeza como contraparte.
4. Antonio Cláudio Schaefer realizou os seguintes negócios:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Observações	Resultado- R\$
32	Novação/Norsul	Norsul	Compra e reversão de opção	312.280,00
44	Norsul	Novação/Norsul	Não houve exercício nem reversão	(86.000,00)

5. Maria de Fátima Schaefer, por sua vez, realizou os seguintes negócios:

OE nº.	Corretora	Corretora - Real Grandeza	Observações	Resultado- R\$
32	Novação/Norsul	Norsul	Compra e reversão de opção	312.280,00
81	Novação	Novação	Exercício parcial	(29.790,00)

6. Antonio Cláudio Schaefer afirmou que, de 1995 a 2005, apenas atuou como investidor e que, anteriormente, de 1982 a 1995, fora diretor de operações de outra corretora. Alegou que nunca manteve contato com a Real Grandeza ou pessoas a ela ligadas.
7. Quanto à estratégia e fundamento econômico empregados, afirmou que sempre comprou ações e opções e operou no mercado a termo e nesse período as ações subjacentes às opções negociadas estavam muito depreciadas.
8. Maria de Fátima Schaefer afirmou que suas operações foram sugeridas por seu irmão. Quanto à estratégia e fundamento econômico, informou que baseou-se no preço das ações subjacentes às opções de compra.
9. Acrescentou que já operava nesses mercados desde 2004 e antes de realizar a operação, discutiu-a com seu irmão, que percebeu que na BVRJ havia liquidez para cursá-la.
10. Para a comissão de inquérito, a participação deles no conluio ficou evidente porque:
 - i. os resultados obtidos em detrimento da Real Grandeza, especialmente na OE 32, foram expressivos; e
 - ii. os comitentes atuaram pela Novação e a Real Grandeza pela Norsul, correspondente da Novação na BVRJ.
11. Em defesa conjunta, os acusados suscitaram as mesmas questões já trazidas por outros defendentes e reiteraram os esclarecimentos que haviam prestado durante as investigações. De resto, ressaltaram que:
 - i. tiveram prejuízos em duas de três operações realizadas;
 - ii. se fossem partes de um conluio, seria lógico que realizassem mais negócios e envolvessem recursos mais expressivos; e
 - iii. mantinham com a Novação um relacionamento típico entre cliente e corretora.

51. Administradores do CSFB Global Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro

1. Nas operações questionadas, o CSFB Global Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro ("CSFB Global") sofreu prejuízo de R\$3.117.200,00.
2. O CSFB Global atuou nas OE 31, 58 e 59, comprando opções de pessoas que as haviam comprado da Real Grandeza, como mostra a tabela abaixo:

OE nº.	Período	Corretora	Resultado – R\$	Compra em c.p. a	Exercício em c.p. a
31	21.02 a 17.04.00	Agenda	(2.067.200,00)	José Carlos de Carvalho Dias	Real Grandeza
58	09.02.00	Multistock	(325.000,00)	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	-
59	09.02.00	Multistock	(725.000,00)	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo e pessoas ligadas	-

3. A comissão de inquérito alerta para a correlação entre as corretoras utilizadas pelo CSFB Global e as suas contrapartes:
 - i. na OE 31, utilizou-se a Agenda e a contraparte foi José Carlos de Carvalho Dias, cujas ligações com a própria Agenda já foram descritos acima; e
 - ii. de modo similar, nas OE 58 e 59, as operações foram direcionadas à Multistock, à qual estavam vinculados Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo e outras pessoas que também participaram da OE 59.

4. Quando questionado sobre o fundamento das operações, o administrador do CSFB Global, o Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston (Brasil) S.A ("Credit Suisse"), afirmou que não dispunha de elementos suficientes para precisá-los.
5. Para a comissão de inquérito, o CSFB Global foi usado para suportar o prejuízo com as opções, que de outro modo recairia sobre as suas contrapartes, ou seja, as pessoas que haviam comprado as opções lançadas pela Real Grandeza.
6. Por isso, Credit Suisse e Bruno Licht, diretor responsável, foram acusados de participar do conluio estruturado para lesar a Real Grandeza. Pesa sobre eles, ainda, a imputação de falta de cuidado e diligência como administradores do CSFB Global.²¹
7. Em defesa conjunta, ao lado dos argumentos comuns a outros acusados, os defendentes frisaram que:
 - i. o CSFB Global participou de apenas três das 113 OE investigadas;
 - ii. as opções nessas OE tinham ações subjacentes líquidas, de modo que os negócios cursados seriam incapazes de alterar o fluxo de ordens no mercado;
 - iii. o CSFB Global não originou tais operações, nem atuou tendo a Real Grandeza como contraparte;
 - iv. não havia ligação entre os acusados e a administração da Real Grandeza;
 - v. as perdas do CSFB Global foram causadas por decisões usuais de negócios, que possivelmente revelaram-se equivocadas; a CVM não deve julgar a diligência dos administradores com base no resultado de suas decisões, mas sim no processo decisório;
 - vi. nos meses de janeiro, fevereiro e março de 2000, a rentabilidade acumulada do CSFB Global foi de 7,22%, superior ao CDI (4,32%) e ao Ibovespa (4,55%); o valor do patrimônio do fundo nessa época era superior a R\$500 milhões, de modo que o prejuízo apontado na acusação não foi expressivo; e
 - vii. Bruno Licht não pode ser responsabilizado apenas em razão de seu cargo.

52. Banco Pactual S.A. e Pessoas Ligadas

1. Nas operações questionadas, carteiras, fundos e clubes administrados discricionariamente pelo Pactual sofreram prejuízo total de R\$892.159,00.
2. As carteiras, clubes e fundos de investimento administrados pelo Pactual participaram de negócios que integraram as OE 40, 47 e 57.
3. Nas OE 40 e 47, compraram opções tendo como contraparte o Majesty, que as havia adquirido da Real Grandeza. Na OE 57, compraram as opções de Francisco Régis Fischer, o qual, assim como o Majesty, operou pela Agenda. Houve, ainda, negócios efetuados entre os referidos clubes de investimento, carteiras e fundos.
4. Antes de vender as opções aos fundos, clubes e carteiras administrados pelo Pactual, o Majesty e Francisco Régis Fischer as haviam adquirido da Real Grandeza, como já descrito no relatório.
5. Nesses negócios, o Majesty e Francisco Régis Fischer tiveram lucros expressivos. Os fundos, clubes e carteiras administrados pelo Pactual sofreram prejuízos, pois as opções não foram exercidas. Para a acusação, isso demonstra o uso desses fundos, clubes e carteiras em favor das contrapartes que lesavam a Real Grandeza.
6. Os quadros a seguir evidenciam os resultados desses comitentes nas OE em que participaram:
 - i. OE 40:

Fundo	Contraparte do Majesty?	Resultado com OE – R\$
FMIA Sunset	Sim	(11.970,00)
FMIA Cygnus	Sim	(16.195,00)
FMIA CL Andromeda I	Sim	(17.955,00)
FMIA CL Antares	Sim	(24.890,00)
FMIA CL Pactual Dinamico	Sim	(52.527,00)
FMIA CL Adara	Sim	(56.559,00)
FMIA CL Talitha	Sim	(99.479,00)
FMIA CL Andromeda	Sim	(123.585,00)
FRF CE Kodiak	Sim	(326.840,00)

- ii. OE 47:

Fundo/Carteira	Contraparte do Majesty?	Resultado com OE – R\$
Eduardo Machado de Oliveira Simon	Sim	(63.000,00)
FRF CE Kodiak	Sim	(187.959,00)
FMIA CL Andromeda	Não	(25.219,00)
FMIA CL Andromeda I	Não	(3.734,00)
FMIA Sunset	Não	(4.280,00)
FMIA Cygnus	Não	(5.296,00)
FMIA CL Antares	Não	(8.215,00)
FMIA CL Pactual Dinamico	Não	(10.240,00)
FMIA CL Adara	Não	(18.035,00)

FMIA CL Talitha	Não	(34.022,00)
-----------------	-----	-------------

iii. OE 57:

Clube/Fundo/Carreira	Contraparte de Francisco R. Fischer?	Resultado com OE – R\$
Clube de Inv. Pactual I	Sim	(43.681,00)
Clube de Inv. Barpa	Sim	(60.145,00)
Clube de Inv. Pactual Magnum	Sim	(5.054,00)
Anna Amélia Gonçalves Faria	Sim	(30.685,00)
CMSG Empreend. E Participações	Sim	(71.535,00)
Ronaldo Cezar Coelho	Sim	(88.630,00)
Clube de Inv. Fine Made Investimentos	Sim	(37.544,00)
Eduardo Machado de Oliveira Simon	Sim	(10.469,00)
FMIA CL Andromeda	Não	303,00
FMIA CL Talitha	Não	(124,00)
FMIA CL Adara	Não	150,00
FMIA CL Pactual Dinamico	Não	(229,00)

7. Por meio de seus representantes, o Pactual informou que:

- i. o diretor responsável pelas operações realizadas em bolsa de valores do Pactual entre 1999 e 2001 foi Gilberto Sayão da Silva, que por sua vez atribuiu a responsabilidade pela estruturação e execução das operações acima a Patrick James O'Grady;
- ii. o responsável no Pactual pela administração de carteiras de terceiros de 1999 a 2001 foi Marcelo Serfaty, que também atribuiu responsabilidade pela estruturação e execução das operações questionadas a Patrick James O'Grady;
- iii. as operações foram precificadas com base no modelo B&S e tinham por objetivo melhorar o perfil de risco e retorno das carteiras; e
- iv. não houve contato do Pactual com nenhuma pessoa ligada à Real Grandeza para a execução das operações perguntadas.

8. Patrick James O'Grady confirmou que, como gerente da equipe de gestão de recursos de terceiros de renda variável, foi o responsável pelas operações, embora não as tenha executado. Acrescentou, ainda, que não manteve contatos com a Real Grandeza, nem recebeu sugestão para realizar as operações.

9. Porém, esses esclarecimentos não demoveram da comissão de inquérito a convicção de que os fundos, carteiras e clubes administrados pelo Pactual foram usados para suportar o prejuízo que de outro modo recairia sobre outros participantes do conluio.

10. Por isso, foram acusados de participar desse conluio: o Pactual; Gilberto Sayão da Silva; Marcelo Serfaty; e Patrick James O'Grady.

11. Eles também foram responsabilizados por não empregarem, no exercício de sua atividade de administradores de carteira, o cuidado e a diligência necessários, provocando elevado prejuízo aos fundos e carteiras por eles administrados.

12. Em defesa conjunta, ao lado dos argumentos similares aos de outros defendentes, os acusados sustentam que:

- i. a acusação afirma que os defendentes permitiram que terceiros auferissem ganhos em detrimento dos fundos, clubes e carteiras que administrava, mas não esclarece por que eles teriam feito isso, já que o Pactual era remunerado pela performance desses veículos de investimento;
- ii. o Pactual adotou parâmetros de volatilidade diversos dos utilizados pela acusação e, segundo esses padrões, os preços praticados estavam dentro de intervalos adequados;
- iii. calculados conforme os parâmetros adotados pela comissão de inquérito, os preços dos negócios entre os fundos, carteiras e clubes administrados pelo Pactual situaram-se entre 79% a 111% do justo;
- iv. a comissão de inquérito analisou os negócios com opções sem considerar a combinação dessas opções com outros ativos, o que seria essencial para compreender operações de compra de volatilidade e put sintética;
- v. é irrelevante que terceiros tenham vendido para o Pactual as opções que compraram da Real Grandeza, pois o lucro dessas pessoas adveio da compra a preço baixo, não da venda a preço elevado;
- vi. não se apurou nenhuma relação entre os acusados e os clientes da Agenda supostamente beneficiados;
- vii. as perdas dos fundos, clubes e carteiras administrados pelo Pactual são consequência da atuação usual em mercados de risco; mesmo assim, a comissão de inquérito não pode concluir que eles sofreram prejuízos, já que não considerou a combinação de posições nos mercados à vista e de opções;
- viii. embora Marcelo Serfaty fosse diretor responsável pela administração de recursos de terceiros no Pactual, isso não significa que ele decidia e participava de cada operação realizada, o que seria até impossível, dado o patrimônio de R\$3,5 bilhões pelo qual era o responsável final;
- ix. Patrick James O'Grady foi responsável pela definição das estratégias da mesa de operações, fixando limites globais de posicionamento, mas eram os operadores que efetivamente executavam os negócios; e
- x. Gilberto Sayão da Silva, como diretor de bolsa, tinha como responsabilidade assegurar o cumprimento de procedimentos específicos de cadastro de clientes e cumprimento adequado de ordens de negociação, mas as decisões de investimento não eram de sua alçada.

13. Por terem apresentado proposta de termo de compromisso apreciada e aceita pelo Colegiado, os acusados não serão julgados.

1. Na Real Grandeza, a decisão e execução de investimentos passava por três principais instâncias:

i. o Comitê de Investimentos ("CIRG"), composto por:

Nome	Cargo	Período
Carlos Eduardo da Silva Bessa	Superintendente (Presidente)	jan/99 a dez/01
Ronaldo Marchese Schmidt	Diretor de Finanças	jan/99 a dez/01
Fernando Sogdu Martins	Diretor de Administração	jan/99 a dez/01
Miranildo Cabral da Silva	Diretor de Segurança	jan/99 a dez/01
Cláudio Aldoniro Wildner. Leal	Representante dos Participantes Aposentados	jan/99 a dez/01
Paulo Sérgio Pimentel	Representante dos Participantes Ativos	jan/99 a dez/01

Obs.: Em jun/99 e mar/01, o diretor de segurança Miranildo Cabral da Silva foi substituído em reuniões do CIRG por seu assistente, Celso Luiz Ribeiro Chaves. O representante dos participantes ativos Paulo Sérgio Pimentel foi substituído em reuniões do CIRG por Arnaldo Luiz de Oliveira (jan/00, fev/00 e abr/00) e Omar Antonio Santiago (dez/99).

ii. diretoria financeira e suas gerências de investimentos, à época ocupadas por:

Nome	Cargo	Período
Ronaldo Marchese Schmidt	Diretor de Finanças	jan/99 a dez/01
Benito Siciliano	Gerente de Análise de Investimentos	jan/99 a dez/01
Jeronymo Monteiro de Sá	Gerente de Operações de Investimentos	jan/99 a jun/99
Luiz Cláudio Carneiro Leão	Gerente de Operações de Investimentos	jul/99 a dez/01

iii. operadores de renda variável:

Nome	Cargo	Período
José Dias da Silva	Operador de Renda Variável	jan/99 a dez/01
Antônio Yoshio Mizuno	Operador de Renda Variável	out/99 a dez/01

2. Em linhas gerais, o CIRG era o órgão que traçava diretrizes básicas mensais de aplicação de recursos e deliberava a respeito das propostas de investimentos; as diretorias financeiras faziam o acompanhamento destas propostas e assistiam, sem direito a voto, as reuniões do CIRG; finalmente, os operadores executavam as operações, em linha com as diretrizes que recebiam.
3. Perguntados em maiores detalhes sobre as responsabilidades de cada pessoa e órgão, as pessoas ligadas à Real Grandeza deram respostas diferentes entre si. Essas respostas podem ser resumidas em dois diferentes grupos.
4. De um lado, Ronaldo Marchese Schmidt, Benito Siciliano, Jeronymo Monteiro de Sá, Luiz Cláudio Carneiro Leão, José Dias da Silva e Antônio Yoshio Mizuno, atribuíram maior responsabilidade ao CIRG, pois afirmaram que:²²
- as gerências de investimento submetiam à avaliação do CIRG parâmetros das operações estudadas, como ações subjacentes às opções de compra lançadas, prazo médio, percentual do CDI almejado e valor do prêmio;
 - as operações nos mercados à vista e de opções eram previamente aprovadas no CIRG, por unanimidade, inclusive no tocante aos parâmetros acima mencionados;
 - os gerentes de investimento apresentavam ao CIRG as operações realizadas no mês anterior e as propostas para o mês seguinte e os membros desse comitê decidiam sobre a realização ou não dessas operações;
 - as operações eram executadas pelas gerências de investimento;
 - em geral, a Real Grandeza adquiria ações que considerava ideais para manter em carteira e lançava opções de compra de tais ações, recebendo prêmios por isso; se houvesse exercício das opções, como era o objetivo, a Real Grandeza obtinha rentabilidade superior ao CDI; se não houvesse exercício, ao menos o prêmio recebido teria reduzido o custo de aquisição da ação;
 - para precificar as opções lançadas, tinha-se em mente, como regra, um prêmio de 4% do preço pago pela ação no mercado à vista, o que viabilizava alcançar uma taxa de 200% do CDI em caso de exercício e atendia a meta atuarial de INPC + 6% a.a.; o modelo B&S era usado subsidiariamente; e
 - as operações surgiam de análises internas da Real Grandeza ou de sugestões recebidas de corretoras, em ambos os casos submetidas ao CIRG.
5. De outro lado, Carlos Eduardo da Silva Bessa, Fernando Sogdu Martins e Miranildo Cabral da Silva imputaram maior peso à participação das gerências de investimento. Segundo eles:
- o CIRG era uma instância orientadora e nunca se propôs a realizar um processo analítico decisório de cada investimento;
 - suas decisões tinham por base os relatórios gerenciais que recebia;
 - seus membros não acompanham o dia a dia do mercado à vista e de opções, razão pela qual não aprovavam as operações nesses mercados, nem aspectos, como sobre qual ação lançar as opções, preço e quantidade a serem negociados;
 - a taxa de 200% do CDI e o prêmio correspondente a 4% do preço da ação eram limites fixados pelo CIRG e, desde que fossem respeitados, as gerências de investimento poderiam adotar quaisquer modelos de precificação de opções.
6. Para esclarecer as incongruências entre as declarações dos acusados, a comissão de inquérito recorreu às gravações da mesa de

operações da Real Grandeza, às atas de reuniões do CIRG e os relatórios produzidos pela diretoria financeira e suas gerências.

7. Após analisar esse material, a comissão de inquérito concluiu que o poder de decisão sobre as OE realmente cabia ao diretor financeiro e aos gerentes de investimento. O CIRG reiteradamente acompanhava as recomendações genéricas da diretoria financeira em relação ao mercado à vista e de opções.
8. Além disso, as transcrições das gravações da mesa de operações revelam que os operadores frequentemente tabulavam em planilhas as operações sugeridas por corretoras e em seguida as submetiam aos gerentes.
9. Por isso, foram acusados Ronaldo Marchese Schmidt, diretor financeiro, e os gerentes Benito Siciliano, Jeronymo Monteiro de Sá, Luiz Claudio Carneiro Leão.
10. Mas os membros do CIRG também foram acusados, embora sob outro fundamento. Para a comissão de inquérito, as atas de suas reuniões mostram que não houve discussão adequada sobre os riscos das OE.
11. Embora os limites fixados pelo órgão tenham sido observados pelo diretor financeiro e pelos gerentes, se seus membros tivessem exercido uma fiscalização adequada das operações, eles teriam percebido os ínfimos ganhos da Real Grandeza, desproporcionais ao risco de carregamento da posição à vista.
12. Assim, por não terem exercido essa fiscalização de modo satisfatório, foram acusados: Carlos Eduardo da Silva Bessa, Fernando Sogdu Martins, Miranildo Cabral da Silva, Claudio Aldoniro Wildner Leal e Paulo Sérgio Pimentel.
13. Recapitulando, as pessoas ligadas à Real Grandeza acusadas neste processo foram:

Nome	Cargo	Membro do CIRG
Ronaldo Marchese Schmidt	diretor financeiro de janeiro/99 a dezembro/01	Sim
Benito Siciliano	gerente de análise de investimentos de janeiro/99 a dezembro/01	Não
Jeronymo Monteiro de Sá	gerente de operações de investimentos de janeiro a junho/99	Não
Luiz Cláudio Carneiro Leão	gerente de operações de investimentos de julho/99 a dezembro/01	Não
Carlos Eduardo da Silva Bessa	superintendente (presidente)	Sim
Fernando Sogdu Martins	diretor de administração	Sim
Miranildo Cabral da Silva	diretor de seguridade	Sim
Cláudio Aldoniro Wildner Leal	membro do CIRG na qualidade de representante dos participantes aposentados	Sim
Paulo Sérgio Pimentel	membro do CIRG na qualidade de representante dos participantes ativos	Sim

14. Em sua defesa, Ronaldo Marchese Schmidt salienta que os atos cuja prática lhe foi atribuída já são objeto de processo punitivo pela SPC. Se a CVM também viesse a puni-lo, estaria violando o princípio do non bis in idem. Em processos similares, a CVM já teria reconhecido que não deve se pronunciar sobre a gestão de entidades de previdência complementar, cuja competência é apenas da SPC.
15. Também segundo o acusado, as atas do CIRG revelam o cuidado do órgão com a seleção dos investimentos, sobretudo no que tange à definição de uma carteira ideal. As atas frequentemente discriminavam as ações a serem utilizadas nas estratégias de lançamento coberto de opções.
16. O acusado ressalta ainda o desempenho da carteira de renda variável da fundação, sempre superior ao Ibovespa nos anos 1999, 2000 e 2001. No acumulado desse período, a diferença de rentabilidade foi de 176,71% contra 102,70%.
17. Finalmente, acrescenta que nas transcrições de conversas telefônicas entre um operador da Real Grandeza e um corretor, seu nome aparece uma única vez, supostamente tendo autorizado um lançamento de opções, que terminaram por expirar sem valor. O preço recebido nesse caso foi de 60,63% do preço teórico, muito acima do que se poderia classificar como preço vil. De resto, o acusado reitera argumentos já vistos neste relatório.
18. Em defesa conjunta, Luiz Claudio Carneiro Leão, Benito Siciliano e Jeronymo Monteiro de Sá inicialmente enfatizaram suas qualificações, experiências profissionais e histórico de bom desempenho junto à Real Grandeza.
19. Os acusados insistem que não tinham o poder de decisão sobre as operações; suas funções eram meramente consultivas. Benito Siciliano apresentava ao CIRG opções de investimentos que entendia oportunos; Jeronymo Monteiro de Sá e Luiz Claudio Carneiro Leão concretizavam as operações cuja realização fora determinada pelo CIRG.
20. Os acusados analisam diversas operações, segregando-as pelo ativo subjacente, para ao final concluírem que as operações atingiram seu objetivo: quando houve exercício de opções, as taxas foram adequadas, muito superiores ao CDI e à meta atuarial; quando não houve exercício, as opções reduziram o custo de aquisição dos ativos em 5%, em média.
21. De resto, os acusados levantaram argumentos similares aos de outros acusados, particularmente os de Ronaldo Marchese Schmidt.
22. Carlos Eduardo da Silva Bessa destaca que, embora os investimentos tenham sido lucrativos para a Real Grandeza, ele nunca concorreu para sua efetivação, pois essa não era uma responsabilidade inerente ao seu cargo.
23. O acusado enfatiza que 76 das 113 OE terminaram com opções não sendo exercidas, o que representa 67,30% do total. Somando-se às operações que foram total ou parcialmente revertidas com prejuízo às contrapartes da Real Grandeza, chega-se a 85% das 113 OE. Tais números desautorizam a presunção de uma pré-combinação para lesar a fundação.
24. O restante dos argumentos do acusado se alinha aos argumentos dos demais defendentes. ²³

25. Fernando Sogdu Martins e Miranildo Cabral da Silva apresentaram defesa conjunta, enfatizando principalmente a natureza do CIRG.
26. Como haviam antecipado em seu depoimento, os acusados afirmam que o CIRG é um órgão de aconselhamento e supervisão de linhas gerais de atuação das instâncias executivas da Real Grandeza, comparável ao conselho de administração de uma sociedade anônima.
27. Sua função, como se percebe no art. 1º de seu regimento interno, é traçar diretrizes básicas de aplicações. Entre essas diretrizes estavam, por exemplo, parâmetros mínimos de rentabilidades perseguidas, condições de operações de maior porte e espécies de investimento a serem realizadas e evitadas. Tais diretrizes teriam sido observadas.
28. Não era função do CIRG esmiuçar cada operação, porque isso escapava à sua esfera de competência e conhecimento técnico. Documentos trazidos pela defesa mostram que as informações que chegavam ao CIRG eram genéricas, o que nem permitiria que o órgão acompanhasse em minúcia cada negócio realizado.
29. De todo modo, os acusados reiteram sua convicção no mérito das operações, que em seu entendimento foram extremamente benéficas à fundação, sempre excedendo a taxa atuarial (INPC + 6% a.a.), a meta de investimentos (IGP-DI + 6% a.a.) e o CDI. Documentos anexos à defesa evidenciam em maiores detalhes o desempenho dos investimentos da Real Grandeza.
30. De resto, os defendentes compartilham com demais acusados diversos argumentos já abordados neste relatório.
31. Finalmente, Claudio Aldoniro Wildner Leal e Paulo Sérgio Pimentel apresentaram em sua defesa argumentos substancialmente similares aos demais membros do CIRG, destacando que:
 - i. Paulo Sérgio Pimentel foi substituído em diversas reuniões do CIRG;
 - ii. os defendentes não exerciam nenhum outro cargo na Real Grandeza, logo não participavam de seu dia a dia; apenas compareciam uma vez ao mês para as reuniões, o que faziam sem qualquer remuneração; e
 - iii. apenas representam, no CIRG, os participantes aposentados e ativos.

É o relatório

Marcos Barbosa Pinto

Relator

Redação em vigor à época dos fatos.

2 Posteriormente denominada Senior S.A. CCTVM, sucedida por Senior Assessoria e Consultoria.

3 Posteriormente denominada Fator S.A. Corretora de Valores.

4 Posteriormente denominada Alpes Investimentos e Participações Ltda.

5 Posteriormente denominada Finty CCTVM S.A.

6 Ao longo do processo, a comissão analisou várias denominações que teve até a formulação da acusação Stock Maxima S.A., CCV, Multi Stock S.A., CCV, Multistock S.A., CCV e Maxima DTVM.

7 Dependendo do que efetivamente ocorreu, considera-se um marco interpretativo para prescrição, a prescrição punitiva da CVM pode ser obtida em relação a uma acusação e não a outros, ou seja, evidentemente, caso o prazo prescricional seja computado individualmente a partir das negociações que cada acusado realizou. A alternativa a isso – computar todos os prazos prescricionais a partir de maio de 2001, por conta de um suposto caráter continuado do crime – foi combatida por vários acusados, em razão da sucessão de crimes ao longo do tempo.

8 No caso, quando se trata de uma única operação.

9 No caso de ações já em carteira.

10 No caso de ações já em carteira.

11 No caso de ações já em carteira.

Prejuízo atribuído a Estela Mendes dos Santos, já levando em consideração o recebimento de R\$ 103.000,00, supostamente em razão de operações de Maximiliano Chinaglia.

2 Só foram indicadas relações profissionais entre essas pessoas, que se inseriam no âmbito da prestação de serviços das corretoras à Real Grandeza.

3 É o que ocorreria, por exemplo, se as compras de opções estivessem inseridas em estratégias de lucro limitado, como travas de alta ou baixa, ou em operações de hedge de ações tomadas em empréstimo e vendas.

Declaração de voto do Diretor Alexsandro Broedel Lopes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/06 realizada no dia 31 de agosto de 2010.

Senhora presidente, eu acompanho o voto do relator.

Alexsandro Broedel Lopes

DIRETOR

Declaração de voto do Diretor Eli Loria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/06 realizada no dia 31 de agosto de 2010.

Senhora presidente, eu acompanho o voto do relator.

Eli Loria

DIRETOR

Declaração de voto da presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/06 realizada no dia 31 de agosto de 2010.

Eu também acompanho o voto do diretor-relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu absolver todos os acusados de todas as imputações formuladas.

Encerro a sessão, informando que a CVM interporá recurso de ofício das absolvições ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

PRESIDENTE