

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 08/2004

Acusados:

Allegro Corretora de Valores

Arthur Camarinha

BMC Asset Management DTVM Ltda.

Bônus-Banval Participações Ltda.

Boris Galperin

Breno Fischberg

César Sassoun

Citibank Distribuidora de Título e Valores Mobiliários S.A.

Daniel Navacinsk

Enivaldo Quadrado

Fair Corretora de Câmbio S.A.

Francisco Augusto Tertuliano

Geraldo Climério Pinheiro

Henrique Carlos Ferrão Filho

Jorge Ribeiro dos Santos

José Carlos Batista

José Carlos Romero Rodrigues

José Costa Gonçalves

Laeta Participações Ltda.

Lúcio Bolonha Funaro

Marcelo Jagoda

Mauro Lança Freitas Vale

Máxima S.A. DTVM (sucessora da Multistock S.A. CCV)

NPZ Mercantil Consultorias e Corretoras de Mercadorias Ltda.

Paulo Roberto Bello Correia Lima

Pedro Luiz Guerra

Renato Luciano Galli

Ricardo Marques de Paiva

Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa

São Paulo Corretora de Valores Ltda. (em liquidação extrajudicial)

Sérgio Guaraciaba Martins Reinas

Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda. (atual denominação da Erste

Zion Douer

Ementa: práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários – multas e absolvições – suposto descumprimento do dever de diligência – absolvições – negligência e imprudência na administração de fundos de investimento financeiro – absolvições.

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

1. Inicialmente, com fundamento no critério de conveniência e oportunidade, **rejeitar** a proposta de termo de compromisso apresentada pelo acusado Ricardo Marques Paiva.
2. Preliminarmente, **afastar** as arguições de (i) *prescrição*; (ii) *ilegitimidade passiva*; (iii) *inépcia da peça acusatória*; e (iv) *incompetência da CVM em fiscalizar, apurar e punir eventuais ilícitos imputados a alguns dos defendentes*; e
3. No mérito, com fundamento no inciso II, do artigo 11, da Lei nº 6.385/76, combinado com o inciso III do §1º desse mesmo artigo, por práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, descritas na alínea "d", do item II, da Instrução CVM nº 8/79 e vedadas pelo item I da mesma Instrução, condenar:

3.1 – **Lúcio Bolonha Funaro** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$599.610,00**, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta Participações Ltda.;

3.2 – a **Stocklos Avendis EB Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.** (sucessora da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.) à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 6.292.958,00**, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta Participações Ltda.;

3.3 – **José Carlos Batista** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 1.128.506,00**, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta Participações Ltda.;

3.4 – a **Allegro Corretora de Valores** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 3.279.198,00**, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta Participações Ltda.;

3.5 – **Renato Luciano Galli** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 2.367.869,00**, equivalente a 50% dos ganhos obtidos pelos clientes condenados neste processo que operaram pela *Fair*, repassando ordens à Laeta Participações Ltda.;

3.6 – **Sérgio Guaraciaba Martins Reinas** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 2.825.068,00**, equivalente a 50% dos ganhos obtidos pelos clientes condenados neste processo que operaram Laeta Participações Ltda.

3.7 - No tocante à imputação de realização de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, **absolver** os acusados (a) **Arthur Camarinha Mauro Lança Freitas**; (b) **Bônus-Banval Participações Ltda.**; (c) **Boris Galperin**; (d) **Breno Fischberg**; (e) **César Sassoun**; (f) **Daniel Navacinsk**; (g) **Enivaldo Quadrado**; (h) **Fair Corretora de Câmbio S.A.**; (i) **Francisco Augusto Tertuliano**; (j) **Henrique Carlos Ferrão Filho**; (k) **Jorge Ribeiro dos Santos**; (l) **José Carlos Romero Rodrigues**; (m) **José Costa Gonçalves**; (n) **Laeta Participações Ltda.**; (o) **Marcelo Jagoda**; (p) **Mauro Lança Freitas Vale**; (q) **Máxima DTVM S.A.**; (r) **NPZ Mercantil Consultorias e Corretora de Mercadorias Ltda.**; (s) **Paulo Roberto Correia Lima**; (t) **Ricardo Marques de Paiva**; (u) **Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa**; (v) **São Paulo Corretora de Valores Ltda.**; e (x) **Zion Douer**.

3.8 - Quanto às imputações de (a) descumprimento do dever de diligência no exercício das atribuições de administradores de fundo de investimento e (b) falta de diligência na administração de recursos de terceiros, **absolver** a **BMC Asset Management DTVM Ltda.** e **Geraldo Climério Pinheiro**.

3.9 - Quanto à imputação de negligência e imprudência na administração de fundos de investimento

financeiro, **absolver** os acusados **Citibank DTVM S.A. e Pedro Luiz Guerra.**

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Presentes os advogados: (i) Leslie Amendolara, representando a *Bônus-Banval Participações Ltda., Breno Fischberg e Enivaldo Quadrado*; (ii) Fabiano de Melo Ferreira, representando a *Fair Corretora de Câmbio S/A e Francisco Augusto Tertuliano*; (iii) Eduardo Augusto Mattar, representando a *Citibank DTVM S.A. e o seu diretor responsável pela administração de fundos, o senhor Pedro Luiz Guerra*; (iv) Renato Schermann Ximenes de Melo, representante da *BMC Asset Management DTVM e do seu diretor Geraldo Climério Pinheiro*; (v) Ari Cordeiro Filho, representando *Arthur Camarinha*; (vi) Rodrigo do Nascimento Lemgruber, representando *José Costa Gonçalves e Máxima S/A DTVM*; (vii) Antônio Carlos Lemos Bastos, representando *Marcelo Jagoda*; (viii) Adriano Lisboa, representando *Ricardo Marques de Paiva*; e (ix) Maria Isabel do Prado Bocater, representante do acusado *Boris Galperin*.

Não constituíram representantes nos autos os acusados *Allegro Corretora de Valores; Cezar Sassoun; Daniel Navacinsk; José Carlos Batista; José Carlos Romero Rodrigues; Laeta Participações Ltda.(sucessora da Bônus-Banval Commodities Corretora de Mercadorias Ltda.)*; *Lúcio Bolonha Funaro; Mauro Lança Freitas Vale; NPZ Mercantil*

Consultorias e Corretoras de Mercadorias Ltda.; Renato Luciano Galli; Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa; Sérgio Guaraciaba Martins Reinas; Stocklos Avendis Eb Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda. (sucessora da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.); e Zion Douer

Presente a Procuradora-federal Milla de Aguiar Vasconcellos Ribeiro, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Pires Dias, Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Ausente o Diretor Otavio Yazbek.

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2012.

Luciana Dias

Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira

Presidente da Sessão de Julgamento

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2004

Acusados:

Allegro C.V. (Representando pela Fair C.C. S/A)

Arthur Camarinha

BMC Asset Management DTVM Ltda.

Bônus-Banval Participações Ltda.

Boris Galperin

Breno Fischberg

Cézar Sassoun

Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Daniel Navacinsk

Enivaldo Quadrado

Fair Corretora de Câmbio S.A.

Francisco Augusto Tertuliano

Geraldo Climério Pinheiro

Henrique Carlos Ferrão Filho

Jorge Ribeiro dos Santos

José Carlos Batista

José Carlos Romero Rodrigues

José Costa Gonçalves

Laeta Participações Ltda.

Lúcio Bolonha Funaro

Marcelo Jagoda

Mauro Lança Freitas Vale

Máxima S.A. DTVM (sucessora da Multistock S.A. CCV)

NPZ Mercantil Consultorias e Corretoras de Mercadorias Ltda.

Paulo Roberto Bello Correia Lima

Pedro Luiz Guerra

Renato Luciano Galli

Ricardo Marques de Paiva

Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa

São Paulo Corretora de Valores Ltda.

Sérgio Guaraciaba Martins Reinas

Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Int. e Part. S/C Ltda. (sucessora da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.)

Zion Douer

Assunto: Supostas práticas não equitativas e descumprimento do dever de diligência de administradores e gestores de fundos de investimento.

Relatora: Diretora Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Este processo administrativo sancionador foi instaurado com base em constatação de indícios de irregularidades nos mercados futuros de Índice Bovespa ("Ibovespa futuro") e de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia ("DI futuro") (Relatório de Análise CVM/SMI/GMA-2 nº 01/04, fls. 03/58).

2. Segundo a Acusação, corretoras, operadores e comitentes teriam montado um "esquema" que, por meio da especificação tardia de ordens nos mercados de Ibovespa futuro e DI futuro, visaria a beneficiar um grupo específico de clientes, em prejuízo dos fundos de investimento exclusivos da Fundação Sistel de Seguridade Social ("Sistel"), a saber, Fundo de Investimento em Ações Kollie ("Kollie"), Kol Fundo de Investimento em Ações ("Kol"), Krill Fundo de Investimento em Ações ("Krill") e Krystal Fundo de Investimento Financeiro ("Krystal FIF") (Kollie, Kol, Krill e Krystal FIF referidos conjuntamente por "Fundos Sistel"). Os Fundos Sistel recebiam recursos de dois planos de previdência: Plano Telemar e Plano PBS-Telemar.

II. Relatório de Inquérito.

II.1. *Modus operandi* do "esquema".

3. A Acusação afirma que o **modus operandi** do "esquema" se iniciava com os operadores das corretoras emitindo ordens "em aberto" no início dos pregões. À época, a regulamentação permitia que a especificação dos comitentes finais junto à BM&F fosse feita até uma hora após o encerramento do pregão. Dessa forma, após conhecidos os resultados das operações, as ordens de negociação favoráveis eram especificadas em nome dos clientes beneficiados pelas corretoras, aos quais seriam atribuídas somente as operações mais vantajosas. Enquanto isso, para os Fundos Sistel eram direcionadas as ordens que acarretariam ajustes negativos. A análise da Acusação focou nos pregões em que os Fundos Sistel e os comitentes beneficiados atuaram concomitantemente.¹
4. As operações analisadas foram intermediadas pelas seguintes corretoras: Laeta S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, atualmente denominada Laeta Participações Ltda. ("Laeta"); Bônus-Banval Commodities Corretora de Mercadorias Ltda., atualmente denominada Bônus-Banval Participações Ltda. ("Bônus-Banval"); São Paulo Corretora de Valores Ltda. ("São Paulo"); e Multistock S.A. Corretora de Câmbio e Valores, atualmente denominada Máxima S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("Multistock"). Além disso, a Laeta e a Multistock teriam sido utilizadas como correspondentes para executar negócios "por conta e ordem" de alguns dos clientes do grupo beneficiado, que operavam pela Fair Corretora de Câmbio e Valores Ltda. ("Fair").
5. A GMA-2 entendeu que os ganhos reiterados e sistemáticos para os clientes e as perdas recorrentes para os Fundos Sistel poderiam decorrer de um esquema montado pelas corretoras para beneficiar o referido grupo.
6. Para a Acusação, os resultados observados não poderiam ter ocorrido de forma espontânea, isto é, sem a interveniência das pessoas responsáveis pelo recebimento e processamento das ordens de negociação nas corretoras envolvidas, bem como daquelas encarregadas pela especificação dos negócios realizados. Essas pessoas teriam agido em comunhão de desígnios com os comitentes beneficiados a partir desse esquema de direcionamento de resultados.
7. Além disso, a GMA-2 entendeu que as perdas sistemáticas sofridas pelos Fundos Sistel teriam ocorrido em razão de suposta negligência de seus representantes e administradores de carteira. Segundo a Acusação, tais pessoas teriam agido de forma descuidada e ímproba, ou até mesmo participado do esquema já mencionado.²
8. As perdas dos Fundos Sistel teriam somado R\$14,81 milhões, enquanto os ganhos dos clientes supostamente beneficiados teriam somado R\$9,09 milhões.³

II.2. Fundos de Investimento supostamente lesados.

i. Krill.

9. Segundo o regulamento do Krill, a BMC Asset Management Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("BMC DTVM") era a administradora do fundo. A Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Citibank DTVM") prestava os serviços de tesouraria, custódia, escrituração da emissão e resgate de cotas, contabilização de ativos e cálculo das cotas (fls. 161/162, e 711/732). À época, o diretor responsável pela carteira do fundo perante a CVM era Geraldo Climério Pinheiro (fls. 160/162).
10. O gestor da carteira e responsável pela emissão de ordens de compra e de venda em nome do fundo, por indicação da Sistel, era Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilleli Corrêa ("Roberto Corrêa"),

também gestor de investimentos dos Planos Telemar (fls. 161). Boris Galperin, diretor da Sistel, também estava autorizado a emitir ordens em nome do Krill (fls. 1505/1509).

11. De acordo com a ata de reunião do Comitê de Investimento dos Planos Telemar realizada em 14.10.02 (fls. 1399), Boris Galperin e Roberto Corrêa ficaram responsáveis por se reunir diariamente para decidir em conjunto sobre os investimentos a serem feitos, antes de executar qualquer operação financeira com recursos não apenas do Krill, mas de todos os Fundos Sistel.
12. O Krill tinha cadastro em duas corretoras: Laeta (cadastro em 22.04.2003) e Bônus-Banval (cadastro em 03.04.2003) (fls. 219 e 704/705). Os responsáveis por receber e executar as ordens de negociação do Krill eram os operadores Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, na Laeta, e Daniel Navacinsk, na Bônus-Banval (fls. 162).
13. Tais corretoras intermediaram operações cujas perdas somaram cerca de R\$ 1,8 milhão. O maior volume de contratos negociados e de "ajustes do dia" negativos nos negócios especificados para o Krill ocorreu em operações intermediadas pela Laeta, com atuação em oito pregões (compras e vendas) e ajustes negativos em todos, totalizando perdas de R\$ 1.584.450,00 (fls. 2151).
14. Entre os meses de abril e outubro de 2003, o Krill negociou 3.045 contratos na compra e 3.200 contratos na venda, no mercado de Ibovespa futuro, operando concomitantemente com ao menos um dos beneficiados pelo "esquema" aqui investigado.

ii. Kol.

15. A administração do Kol também era exercida pela BMC DTVM, sendo prestados pela Citibank DTVM os serviços de tesouraria, custódia, escrituração da emissão e resgate de cotas, contabilização de ativos e cálculo das cotas (fls. 1398). O diretor responsável pela carteira do fundo perante a CVM também era Geraldo Climério Pinheiro.
16. Assim como no Krill, o gestor da carteira e responsável pela emissão de ordens de compra e de venda era Roberto Corrêa (fls. 161). Boris Galperin também estava autorizado a emitir ordens em nome do Kol (fls. 1505/1509).
17. O Kol mantinha cadastro nas corretoras Multistock, São Paulo, Laeta e Bônus-Banval (cadastros respectivamente em 29.01.2001, 01.11.2002, 13.01.2003 e 13.02.2003). Os operadores responsáveis pelo recebimento e execução das ordens em nome do Kol eram: Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, na Laeta; Daniel Navacinsk, na São Paulo; Paulo Roberto Bello Correia Lima, Henrique Carlos Ferrão Filho e Marcelo Jagoda, na Multistock (fls. 90/91, 1513, 1517, 1654 e 1737).
18. A Acusação destacou a concentração de negócios e de "ajustes do dia" negativos nas operações intermediadas pela Laeta com as séries FEV3 (R\$ 1.032.810,00) e ABR3 (R\$ 1.057.560,00) (fls. 2150/2151).
19. Entre outubro de 2002 e março de 2003, o Kol negociou um total de 7.570 contratos na compra e 6.240 contratos na venda, no mercado de Ibovespa futuro, em pregões nos quais teria participado, ao menos, um dos comitentes beneficiados pelo "esquema". Nessas operações, as perdas do Kol teriam alcançado cerca de R\$ 2,9 milhões.

iii. Kollie.

20. Segundo o regulamento do Kollie, a P.A.M.S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("P. DTVM") era a administradora do fundo e a Citibank DTVM era responsável pelos serviços de tesouraria, custódia, escrituração da emissão e resgate de cotas (fls. 08, 1627/1629). O diretor responsável era M.K. (fls. 143/156, 2205/2207, 2229/2230).
21. A P.A.M. Equity S.A. ("P. Equity"), representada por P.J.O.G., foi contratada para prestar serviços de gestão da carteira de ativos. No entanto, Roberto Corrêa afirmou desconhecer que P.J.O.G. exercia a gestão formal da carteira do Kollie. P.J.O.G. declarou não ter emitido qualquer ordem de negociação em nome do Kollie e que, por decisão da própria Sistel, Roberto Corrêa seria a pessoa autorizada a desempenhar esta função (fls. 1527/1530). Essa determinação também teria sido comunicada à custodiante do Kollie, Citibank DTVM (fls. 1631)⁴.
22. Boris Galperin também emitia ordens de negociação para o Kollie (fls. 1504/1509). Assim, na prática, a

gestão do fundo era realizada por Boris Galperin e Roberto Corrêa, apesar de a P. Equity ter sido formalmente contratada para tanto.

23. O Kollie tinha cadastro na Multistock, Laeta, São Paulo e Bônus-Banval. Os operadores responsáveis pelo recebimento e execução das ordens do Kollie eram: Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, na Laeta; Daniel Navacinsk, na São Paulo; Paulo Roberto Bello Correia Lima, Henrique Carlos Ferrão Filho e Marcelo Jagoda, na Multistock.
24. O Kollie foi o Fundo Sistel que sofreu as maiores perdas em "ajustes do dia" nas operações investigadas, totalizando pouco mais de R\$ 9,6 milhões.
25. Novamente chamou atenção da Acusação a frequência e habitualidade dos negócios com "ajustes do dia" negativos intermediados pela Laeta na série FEV3 (total de R\$1.317.150,00), pela Bônus-Banval na série OUT3 (total de R\$2.286.450,00), e pela São Paulo na série DEZ2 (total de R\$ 637.935,00) (fls. 2150/2154/2149).

iv. Krystal FIF.

26. À época dos fatos investigados, a administração do Krystal FIF era exercida pela Citibank DTVM, sendo o diretor responsável Pedro Luiz Guerra (fls. 65 e 1594/1599). A gestão do fundo, no entanto, era de responsabilidade de Roberto Corrêa e Boris Galperin também tinha prerrogativas de emitir ordens de negociação em nome do Krystal FIF (fls. 1505/1509).
27. A atuação do Krystal FIF teria ocorrido por intermédio da corretora Laeta, na qual suas ordens de negociação eram recebidas e executadas pelo operador Sérgio Guaraciaba Martins Reinas. O Krystal FIF obteve "ajustes do dia" negativos da ordem de R\$ 422 mil nas chamadas "operações com seguro", todas intermediadas pela Laeta.

v. Resumo das perdas sofridas pelos Fundos Sistel.

28. O quadro abaixo demonstra a distribuição das perdas sofridas pelos Fundos Sistel em cada corretora:

Operações dos fundos exclusivos da Sistel na BM&F segmentadas por intermediário no período de outubro de 2002 a outubro de 2003						
Corretora	Cliente	Período	Tipo de Contrato	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
Laeta	FIA Kollie	17.12.02 a 27.10.03	Ibovespa	9.795	7.450	-4.856.070,00
	Kol FIA	07.01.03 a 24.03.03	Ibovespa	6.040	6.240	-2.540.370,00
	Krill FIA	01.04.03 a 22.07.03	Ibovespa	3.045	2.900	-1.751.535,00
	Krystal FIF	09.01.03 a 11.04.03	DI-1	6.650	10.230	-422.317,00
Total de Ajustes na Laeta				25.530	26.820	-9.570.292,00
Bônus-Banval	FIA Kollie	12.06.03 a 31.10.03	Ibovespa	4.150	3.600	-3.818.400,00
	Krill FIA	07.10.03	Ibovespa	0	300	-59.550,00
Total de Ajustes na Bônus-Banval				4.150	3.900	-3.877.950,00
São Paulo	FIA Kollie	28.10.02 a 10.12.02	Ibovespa	570	1.375	-637.935,00
	Kol FIA	05.12.02 e 09.12.02	Ibovespa	1.130	0	-333.600,00
Total de Ajustes na São Paulo				1.700	1.375	-971.535,00
Multistock	FIA Kollie	17.10.02 a 25.10.02	Ibovespa	0	735	-370.170,00
	Kol FIA	09.10.02	Ibovespa	400	0	-23.400,00
Total de Ajustes na Multistock				400	735	-393.570,00
Total de ajustes no Mercado de Ibovespa				25.130	22.600	-14.391.030,00
Total de ajustes no mercado de DI-1				6.650	10.230	-422.317,00

Total de ajustes dos fundos exclusivos da Sistel	31.780	32.830	-14.813.347,00
---	---------------	---------------	-----------------------

II.3. Comitentes supostamente beneficiados.

i. Lúcio Bolonha Funaro ("Lúcio Funaro") (fls. 2577/2580).

29. Lúcio Funaro era sócio-gerente da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações Ltda. ("Erste Banking"), atualmente denominada Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Intermediações e Participações Ltda. Tinha como sócio Renato Luciano Galli ("Renato Galli"), então operador de mesa da Fair. A Fair era representante do investidor estrangeiro Allegro C.V. ("Allegro"), um dos comitentes que teriam sido beneficiados pelo "esquema".
30. O relacionamento entre Lúcio Funaro, Renato Galli e José Carlos Batista remonta ao tempo em que os 3 trabalhavam na mesa de operações da corretora Agenda. O escritório em que atuavam foi incorporado pela Fair, o que reforçaria o vínculo entre eles e a corretora.
31. Renato Galli e Lúcio Funaro teriam sido sócios nas seguintes empresas: Royster Serviços S.A., Cingular Fomento Mercantil Ltda., além da já citada Erste Banking (fls. 2266/2276). Renato Galli teria sido o operador responsável pelo atendimento e execução das ordens dos clientes investigados, inclusive Lúcio Funaro.
32. Segundo a Acusação, as primeiras operações especificadas para Lúcio Funaro e para Erste Banking foram realizadas por meio de subcontas da Fair e intermediadas pela Multistock em outubro de 2002, coincidindo com o período em que os fundos da Sistel passaram a apresentar prejuízos em "ajustes do dia".
33. Lúcio Funaro tinha cadastro na Laeta, Bônus-Banval, São Paulo, além da própria Fair. Admitiu manter bom relacionamento com Cezar Sassoun, à época diretor de operações de bolsa da Laeta, onde dispunha de "vantagens operacionais" para a consecução de seus negócios na BM&F (fls. 1750 e 1754).
34. Segundo a Acusação, o vínculo de Lúcio Funaro com a Laeta seria evidenciado ainda a partir do depoimento prestado por Daniel Navacinsk, operador com passagens pela São Paulo e Bônus-Banval, e que atendeu os Fundos Sistel nessas 2 corretoras de mercadorias: "(...) pelo que se sabe e ouvia no mercado, o Sr. Lúcio [Bolonha Funaro] era 'dono' ou 'sócio' da corretora Laeta" (fls. 1756/1759).
35. Lúcio Funaro declarou não conhecer o comitente Allegro. Todavia, seu email estava indicado como pessoa de contato na ficha cadastral desse cliente na Fair.

ii. Erste Banking (atualmente denominada Stockolos Avendis EB Empreendimentos) (fls. 2580/2582).

36. No período analisado, a Erste Banking foi o comitente que auferiu os maiores ganhos em *day-trades* no mercado de Ibovespa futuro concomitantemente às perdas dos Fundos Sistel (fls. 2338/2351). As operações em nome da Erste Banking que compõem o objeto do processo foram recebidas pela Fair e intermediadas, nos mercados da BM&F, pela Laeta e Multistock.
37. Renato Galli, que trabalhava na mesa de operações da Fair, declarou que (i) era apenas sócio minoritário da Erste Banking; (ii) assinava "todos os documentos necessários ao funcionamento da empresa", mas a responsabilidade e iniciativa das operações realizadas no mercado financeiro, incluindo na BM&FBovespa, cabiam a Lúcio Funaro; e (iii) Lúcio Funaro operava em nome da Erste Banking, por intermédio da Fair, nos mercados da BM&F e da Bovespa (fls. 1556/1560).
38. Segundo a Acusação, Renato Galli não trabalhava na mesa de operações da sede da Fair, mas sim em uma filial. Neste mesmo local, havia uma mesa destinada a clientes, frequentada por Lúcio Funaro, na qual este efetuava operações em seu próprio nome e também para a Erste Banking (fls. 1750/1754). A Acusação apurou ainda que havia uma filial da Laeta no mesmo edifício comercial em que estava situada essa filial da Fair.
39. Nos negócios com a série ABR3 no mercado de Ibovespa futuro, a Erste Banking obteve sucesso em todos os *day-trades* realizados por meio da Laeta e Multistock. Também no mercado de DI futuro, operando pela Laeta, a Erste Banking obteve ganho em todos os seus *day-trades*, incorrendo em lucro bruto de R\$ 501 mil.

iii. José Carlos Batista (fls. 2582/2585).

40. José Carlos Batista declarou que (i) em 2002 e 2003 atuou apenas como investidor, sem vínculo profissional com participantes do mercado; (ii) nesse período tinha cadastro na Laeta, São Paulo e Bônus-Banval (fls. 1746/1749).
41. Segundo a Acusação, José Carlos Batista foi o comitente pessoa física mais beneficiado pelo esquema de distribuição de resultados em operações **day-trade** nos mercados de Ibovespa e DI futuro, por intermédio das corretoras Laeta e São Paulo.
42. A Acusação constatou ainda que (i) José Carlos Batista intensificou suas operações pela Laeta no mesmo momento em que isso teria ocorrido para os Fundos Sistel; (ii) ele teria recebido ajustes positivos de forma padronizada; (iii) a única exceção seria uma série, com volume bem inferior aos demais; (iv) os Fundos Sistel negociaram as mesmas séries e estiveram presentes nos pregões em que José Carlos Batista atuou; e (v) frequentava a mesa de operações destinada a clientes da filial da Fair na qual operava Renato Galli e a qual também era frequentada por Lúcio Funaro (fls. 1750/1754).
43. Diversos documentos nos autos demonstram os vínculos profissionais e de amizade existentes entre Lúcio Funaro e José Carlos Batista (fls. 2447/2448).

iv. *Allegro C.V. ("Allegro")* – (fls.2585/2588).

44. Allegro é um investidor estrangeiro, sediado em Amsterdam, Holanda, cujos procuradores, à época dos fatos investigados, eram os advogados A.W. e E.H., os quais constituíram a corretora Fair como representante do referido investidor perante a CVM, nos termos da Resolução CMN nº 2.689/00 (fls. 356, e 373/374).
45. A Acusação procurou demonstrar o vínculo do Allegro com os demais comitentes envolvidos no presente caso com os seguintes elementos: (i) na ficha cadastral do Allegro na Fair, o endereço de email destinado a informações do cliente parecia ser de Lúcio Funaro, em razão de seu login: "lfunaro@fairccv.com.br" (fls. 356/361); (ii) o diretor da Fair, Francisco Augusto Tertuliano ("Francisco Tertuliano"), informou que Renato Galli era a pessoa responsável pela emissão das ordens em nome do Allegro (fls. 415); (iii) no âmbito do PAS CVM nº 13/05, Francisco Tertuliano informou que os entendimentos comerciais para que a Fair se tornasse representante legal da Allegro foram mantidos com Lúcio Funaro (fls. 4237/4240). Além do e-mail de Lúcio Funaro na ficha cadastral, havia o código de Renato Galli como assessor responsável pelo cliente (fls. 2634).
46. O operador Renato Galli afirmou que "(...) era meramente um receptor de suas ordens de negociação [do Allegro] para operações na Bovespa, não mantendo qualquer vínculo com aquele investidor estrangeiro". Declarou, ainda, que as ordens de negociação em nome daquele não residente, mas somente para os mercados da Bovespa, lhe eram transmitidas por um "operador de mesa da Laeta" denominado Sérgio (fls. 1556/1560). Posteriormente, Francisco Tertuliano complementou seu depoimento, fornecendo cópia de mandato, redigido em inglês, pelo qual Allegro, representada na Holanda por Docklands Investment Limited ("managing partner"), constituiu Sérgio Guaraciaba Martins Reinas como responsável pela administração dos ativos pertencentes à Allegro no Brasil (fls. 1785/1788).
47. A esse respeito, a Acusação destaca duas informações: (i) Lúcio Funaro afirmou conhecer Sérgio Guaraciaba Martins Reinas "há aproximadamente 10 anos, por se tratar de um operador de mercado" (fls. 1750/1754); e (ii) Sérgio Guaraciaba Martins Reinas informou ser o responsável, na Laeta, pelo atendimento, recebimento e execução das ordens emitidas pelos Fundos Sistel (fls. 1552/1555).

v. *Arthur Camarinha* (fls. 2588/2590).

48. Arthur Camarinha foi cadastrado na Laeta em 08.09.03 e, até então, nunca havia operado em nome próprio nos mercados da BM&F. Começou a operar no mesmo dia em que foi cadastrado. Declarou que (i) escolheu a Laeta por indicação de conhecidos do mercado financeiro; (ii) não tinha experiência anterior em operações na BM&F; (iii) tinha como atividade profissional o comércio de roupas (fls. 1519/1522).

49. A Acusação constatou que Arthur Camarinha operou em 8 pregões, entre os quais 7 *day-trades* com uma taxa de sucesso de 100%, no período de 08.09 a 23.10.03 (fls. 40/41). No entanto, apenas 2 desses *day-trades* ocorreram em pregões com a participação de um Fundo Sistel, o Kollie.
50. Segundo a Acusação, Arthur Camarinha obteve ganhos incompatíveis com a sua pouca experiência no mercado financeiro nos mesmos pregões em que o Kollie sofreu ajustes negativos expressivos.
- vi. *José Carlos Romero Rodrigues (fls.2590/2591).*
51. A Acusação apurou que José Carlos Romero Rodrigues era atendido por Renato Galli na Fair (fls. 1785/1786). Não tinha um perfil de investidor habituado a operar nos mercados de Ibovespa ou DI Futuro. Suas operações na BM&F eram intermediadas pela Laeta (fls. 1741/1745).
52. José Carlos Romero Rodrigues efetuou um *day-trade* no mercado de juros futuros, em 11.04.03, obtendo ganho de R\$ 157,7 mil. Chamou atenção da Acusação o volume operado: 1.000 contratos na compra e 1.000 contratos na venda, quantidade bastante expressiva em se tratando de pessoa física Na mesma data, a Erste Banking, também atuando pela Fair, realizou *day-trade* de 1.000 contratos na compra e 1.000 contratos na venda, na mesma série de DI futuro, azealhando ganho de R\$ 181,2 mil. Ainda nesse pregão, o Krystal FIF operou a mesma série de DI futuro (JAN4), mas em maior volume (compra de 2000 lotes), apresentando "ajuste do dia" negativo de R\$ 161,7 mil.
- vii. *Mauro Lança Freitas Vale (fls. 2591/2596).*
53. Foi cadastrado na corretora São Paulo em 02.07.02. Mauro Lança Freitas Vale não se fez presente à oitiva, comparecendo José Dorneles Freitas Vale, seu pai e procurador. Informou que (i) seu filho reside em Portugal desde 1988, onde exerce a atividade de cirurgião dentista; (ii) desde então, tornou-se seu procurador; (iii) em meados de 2002 abriu um cadastro na corretora São Paulo em nome de seu filho; (iv) a partir de outubro de 2002, a conta corrente em nome do seu filho no Banco Bradesco S.A., que era utilizada para liquidação das operações junto à São Paulo, começou a receber importâncias expressivas transferidas pela corretora; (v) teria sido informado de que os valores se referiam a "aplicações feitas por outros investidores/clientes da São Paulo" e que os recursos seriam concentrados na conta corrente de Mauro Lança Freitas Vale, pelo fato de este ser o "líder da carteira administrada"; (vi) jamais recebeu qualquer documento referente a operações efetuadas na BM&F e seu filho jamais operou em mercados derivativos (fls. 1655/1657).
54. A Acusação apurou que a corretora São Paulo efetuou transferências eletrônicas para a referida conta, em valores substanciais. Entre 25.10 e 26.11.2002, foram identificados 10 lançamentos a crédito da corretora São Paulo, totalizando R\$ 2.629.182,13. Ato contínuo àquelas transferências, vários cheques eram compensados na mesma conta, indicando que o produto das liquidações financeiras era "distribuído" em favor de terceiros.
55. José Dorneles Vale declarou que nos meses de outubro e novembro de 2002, por orientação de Francisco Vargas e Silva, suposto corretor da São Paulo, emitiu uma série de cheques em favor de pessoas físicas e jurídicas indicadas por aquele corretor. Tais cheques serviriam para o pagamento dos outros investidores que participavam da suposta carteira administrada da qual Mauro Lança Freitas Vale era o "líder". O depoente negou conhecer ou ter mantido contato com os beneficiários dos referidos cheques (fls. 1655/1657).
56. O depoente também disse que o corretor Francisco Vargas e Silva esteve em seu escritório, a fim de apresentar a lista dos beneficiários que deveriam receber os recursos movimentados na suposta carteira administrada. Em 2 ocasiões, aquele corretor solicitou que fossem emitidos cheques em nome do próprio depoente e, posteriormente, endossados. José Dorneles Vale alega ter entregue os referidos cheques ao corretor, que sacou os valores em espécie diretamente no caixa do banco (fls. 1655/1657 e 1660/1723).
57. Segundo a Acusação "a julgar pelos fatos e documentos trazidos pelo depoente, tudo indicava que os ganhos obtidos em negócios realizados em nome de Mauro Lança Freitas Vale na BM&F, por intermédio da corretora São Paulo, foram "distribuídos" em favor de terceiros, tendo sido utilizada a conta bancária daquele comitente apenas como "passagem" daqueles ganhos".
58. Todas as operações especificadas para o comitente Mauro Lança Freitas Vale, constituídas de 9 *day-trades* com 100% de taxa de sucesso, somando ganhos de R\$ 1.285.660,00 (operando

concomitantemente com os fundos exclusivos da Sistel ou não), foram liquidadas por meio de transferências eletrônicas da São Paulo em D+1, coincidindo com saídas de valores, bastante próximas aos resultados obtidos, da conta corrente do comitente, na forma de cheques a terceiros.

59. Para a acusação, tudo isso indica que José Dorneles Vale consentiu que as contas correntes de seu filho, na corretora São Paulo e no banco Bradesco, fossem utilizadas para servir como "laranjas" no esquema investigado, devido à coincidência das datas de liquidação com o repasse dos cheques.
60. A São Paulo informou (fls. 1633 e 1813/1814), que o próprio cliente Mauro Lança Freitas Vale transmitia ordens de negociação para suas operações por telefone e que estas eram recepcionadas e executadas na corretora por Ari Teixeira de Oliveira Ariza.
61. A São Paulo alegou que Francisco Vargas e Silva nunca foi pessoa vinculada à corretora, seja como funcionário ou agente autônomo, e que as notas de corretagem eram enviadas para o endereço que constava na ficha cadastral do cliente.
62. Constatou-se que Mauro Lança Freitas Vale realizou negócios, no mercado de Ibovespa futuro, com 995 contratos na compra e 995 na venda, por intermédio da São Paulo, tendo auferido ajustes positivos da ordem de R\$ 457 mil. Os referidos **day-trades**, que envolveram a série DEZ2, foram realizados em um curto período de tempo, mais precisamente entre 28.10 e 20.11.02. Nos mesmos pregões e mesma série, o Kollie incorreu em "ajustes do dia" negativos da ordem de R\$ 391,6 mil.

viii. NPZ Mercantil Consultorias e Corretora de Mercadorias Ltda. ("NPZ") – (fls. 2596/2598).

63. A NPZ foi constituída em março de 2002. Tinha como sócias N.M.P.K. e sua mãe, M.D.P., ambas dentistas. Em agosto daquele ano teve seu cadastro aberto na Bônus-Banval. De acordo com a ficha cadastral, N.M.P.K. era a única pessoa autorizada a emitir ordens de negociação em nome da empresa (fls. 427/437).
64. A NPZ, operando pela Bônus-Banval, teve especificados em seu nome 4 *day-trades*, em pregões nos quais o Kollie atuou pela mesma corretora, no mercado de Ibovespa futuro, séries OUT3 e DEZ3.
65. A NPZ movimentou 800 contratos na compra e 800 na venda, no período de 14.08 a 20.10.03, acumulando ganhos de aproximadamente R\$ 607 mil. Nos mesmos pregões, e operando os mesmos contratos e séries que a NPZ, o FIA obteve somente "ajustes do dia" negativos.
66. N.M.P.K. consignou não ter efetuado as mencionadas operações, não sabendo informar que operadores executaram as ordens de negociação nem que tipos de ordens eram emitidas para as operações em questão e se a Bônus-Banval exigiu o depósito de margens de garantia. Alegou ainda que G.A.D. era a pessoa autorizada a emitir ordens de negociação em nome da NPZ, embora o nome desta pessoa não constasse na ficha cadastral da empresa na Bônus-Banval (fls. 1980).
67. Segundo a Acusação, as informações prestadas por N.M.P.K. contradizem as declarações de Breno Fischberg, diretor de mercado da Bônus-Banval, que afirmou que a sócia gerente da NPZ era a responsável pela emissão de ordens de negociação em nome da sociedade, estabelecendo as quantidades e os preços, e aguardando, na linha telefônica, a execução dos negócios junto ao operador de mesa (fls. 1577/1582).
68. Verificou-se que a NPZ Mercantil teve o seu registro "baixado" junto à Secretaria da Receita Federal em setembro de 2005, por encerramento voluntário das suas atividades (fls. 2421/2422).

ix. Zion Douer (fls. 2599).

69. Foi a segunda pessoa física mais beneficiada pelas operações investigadas. O cadastro deste comitente na Bônus-Banval foi realizado em 04.11.02, tendo iniciado suas operações no mercado de Ibovespa futuro na mesma data (fls. 438/439).
70. Em cerca de 4 meses, este comitente negociou um expressivo volume de contratos (3.385 na venda e 3.385 na compra), nos mesmos pregões em que atuou o Kollie, tendo auferido ganhos de R\$ 1.025.700,00, concentrados principalmente nas séries OUT3 e DEZ3.

x. Resumo dos ganhos dos comitentes investigados.

71. Os ganhos dos comitentes investigados é resumido no seguinte quadro:

Comitente	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
Lúcio Bolonha Funaro	4.075	3.920	431.505,00
Erste Banking	15.425	16.135	3.274.504,00
Mauro Lança Freitas Vale	995	995	457.275,00
José Carlos Batista	4.605	4.335	1.040.053,00
Zion Douer	3.385	3.385	1.025.700,00
NPZ Mercantil	800	800	607.050,00
Allegro C.V.	11.800	13.335	1.639.599,00
Arthur Camarinha	460	660	463.650,00
Jose Carlos R. Rodrigues	1.000	1.000	157.703,00
TOTAL	42.545	44.565	9.097.039,00

II.4. Intermediários investigados e operações por eles intermediadas.

i. Laeta (fls. 2605/2610).

72. À época dos fatos, o diretor responsável pelas operações da Laeta na BM&F era Cezar Sassoun e o operador encarregado do recebimento e execução das ordens em nome dos Fundos Sistel era Sérgio Guaraciaba Martins Reinas.
73. Segundo relatório de auditoria emitido pela BM&FBovespa, haveria falhas no tratamento das ordens de negociação na Laeta, uma vez que as ordens não eram emitidas no momento de seu recebimento, conforme estaria definido na regra de atuação da corretora, mas somente ao final do dia, quando eram numeradas por relógio datador, de acordo com a ordem de execução no pregão (fls. 2356/2361).
74. Segundo a Acusação, a Laeta tinha um ambiente propício para o direcionamento de "ganhos e perdas", a partir da especificação de ordens no encerramento dos pregões ou após conhecidos os resultados dos negócios.
75. O Sr. Sérgio Guaraciaba Martins Reinas informou que em algumas oportunidades a Sistel já definia os fundos para os quais deveria ser especificado cada um dos negócios realizados na BM&F. Contudo, "em outras oportunidades a Sistel operava ao longo do dia e só depois é que informava a Laeta para fazer a distribuição dos negócios entre seus fundos".
76. Ademais, a Laeta teria sido a principal corretora em que os Fundos Sistel registraram "ajustes do dia" negativos. Os quadros a seguir resumem as operações intermediadas pela Laeta no mercado de Ibovespa futuro:

Resultados dos negócios com Ibovespa futuro por intermédio da Laeta de 17.12.02 a 27.10.03				
Cliente	Período	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
FIA Kollie	17.12.02 a 27.10.03	9.795	7.450	-4.856.070,00
Kol FIA	07.01.03 a 24.03.03	6.040	6.240	-2.540.370,00
Krill FIA	01.04.03 a 22.07.03	3.045	2.900	-1.751.535,00
TOTAL DOS FUNDOS		18.880	16.590	-9.147.975,00
Lúcio Bolonha Funaro	20.12.02 a 22.10.03	3.725	3.570	299.805,00
Erste Banking	19.12.02 a 27.10.03	9.605	10.315	2.645.055,00
José Carlos Batista	17.12.02 a 16.10.03	1.430	1.360	475.095,00

Allegro C.V.	27.12.02 a 18.07.03	4.830	5.565	1.218.345,00
Arthur Camarinha	12.09.03 a 22.10.03	460	660	463.650,00
TOTAL DOS COMITENTES BENEFICIADOS		20.050	21.470	5.101.950,00

Negócios com contratos futuros de Ibovespa intermediados pela Laeta entre 17.12.02 e 27.10.03

Comitentes	Nº. de Pregões	Day-trades		Ajustes sem day-trade		Compras	Vendas	"Ajuste do dia" (R\$)	Taxa de Sucesso
		com lucro	com prejuízo	com lucro	com prejuízo				
FIA Kollie	42	-	-	3	39	9.795	7.450	-4.856.070,00	7%
Kol FIA	27	-	-	3	24	6.040	6.240	-2.540.370,00	11%
Krill FIA	10	-	-	0	10	3.045	2.900	-1.751.535,00	0%
Lúcio B. Funaro	35	16	6	5	10	3.725	3.570	299.805,00	57%
Erste Banking	42	31	0	11	6	9.605	10.315	2.645.055,00	88%
Jose C. Batista	18	10	0	3	5	1.430	1.360	475.095,00	72%
Allegro C.V.	28	24	2	3	2	4.830	5.565	1.218.345,00	87%
Arthur Camarinha	3	2	0	1	0	460	660	463.650,00	100%

77. Os quadros a seguir resumem as operações intermediadas pela Laeta no mercado de DI futuro:

Negócios com DI Futuro realizados entre 09.01 e 11.04.03 por intermédio da Laeta

Cliente	Período	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
Krystal FIF	09.01.03 a 11.04.03	6.650	10.230	-422.317,00
TOTAL FUNDOS		6.650	10.230	-422.317,00
Fair p/c Erste Banking	30.01.03 a 11.04.03	5.350	5.350	501.424,00
José Carlos Batista	29.01.03 a 11.04.03	1.300	1.100	89.158,00
Fair p/c Allegro C.V.	09.01.03 a 28.01.03	6.970	7.770	421.254,00
Fair p/c Jose C.R. Rodrigues	11.04.03	1.000	1.000	157.703,00
TOTAL COMITENTES BENEFICIADOS		14.620	15.220	1.169.539,00

Negócios com contratos futuros de taxa de juros intermediados p/ Laeta de 09.01 até 11.04.03

Comitentes	Nº. de Pregões	Day-trades (comitentes beneficiados)		Compras	Vendas	"Ajuste do dia" (R\$)	Taxa de Sucesso
		com lucro	com prejuízo				
Krystal FIF	15	-	-	6.650	10.230	-422.317,00	47%
Erste Banking	2	2	0	5.350	5.350	501.424,00	100%
José Carlos Batista(*)	3	2	0	1.300	1.100	89.158,00	100%
Allegro C.V.(**)	10	9	0	6.970	7.770	421.254,00	100%

José C.R. Rodrigues	3	2	0	1.000	1.000	157.703,00	100%
---------------------	---	---	---	-------	-------	------------	------

(*) Em um único pregão da série OUT3, o comitente José Carlos Batista operou na ponta de compra, obtendo "ajuste do dia" positivo de R\$ 17.740,00.

(**) A mesma situação foi verificada com o comitente Allegro C.V., que em um pregão, operando a série OUT3, apenas vendeu contratos e obteve "ajuste do dia" positivo de R\$ 9.810,00.

ii. Bônus-Banval (fls. 2625/2626).

78. O diretor responsável pelas operações era Ricardo Marques de Paiva (fls. 1923). Os diretores Breno Fischberg e Enivaldo Quadrado também supervisionavam e monitoravam aquelas operações (fls. 2215). O operador responsável pelo recebimento e execução das ordens transmitidas pelo Krill era Daniel Navacinsk (fls. 162). Segundo relatório de análise da GMA-2, este seria também o operador dos fundos Kol e Kollie (fls. 10).

79. Segundo a Acusação, os negócios intermediados pela Bônus-Banval que se afiguraram lesivos aos fundos exclusivos da Sistel geraram perdas da ordem de R\$ 3,87 milhões. Por outro lado, os comitentes identificados como beneficiários do esquema, NPZ Mercantil e Zion Douer, obtiveram ganhos de R\$ 1,63 milhão (fls. 2155 a 2157). O quadro a seguir resume os negócios intermediados pela Bônus-Banval:

Negócios com Ibovespa futuro por intermédio da Bônus-Banval de 12.06 a 31.10.03.

Cliente	Período	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
FIA Kollie	12.06.03 a 31.10.03	4.150	3.600	-3.818.400,00
Krill FIA	07.10.03	0	300	-59.550,00
TOTAL FUNDOS		4.150	3.900	-3.877.950,00
Zion Douer	12.06.03 a 31.10.03	3.385	3.385	1.025.700,00
NPZ Mercantil	14.08.03 a 20.10.03	800	800	607.050,00
TOTAL COMITENTES BENEFICIADOS		4.185	4.185	1.632.750,00

Negócios com Ibovespa futuro por intermédio da Bônus-Banval de 12.06 a 31.10.03.

Comitentes	Nº. de Pregões	Day-trades (comitentes beneficiados)		Compras	Vendas	"Ajuste do dia" (R\$)	Taxa de Sucesso
		com lucro	com prejuízo				
FIA Kollie	21	-	-	4.150	3.600	-3.818.400,00	0%
Krill FIA	1	-	-	0	300	-59.550,00	0%
Zion Douer(*)	19	13	4	3.385	3.385	1.025.700,00	68%
NPZ Mercantil	4	4	0	800	800	607.050,00	100%

(*) Observação: 2 outros day-trades de Zion Douer tiveram resultado nulo

iii. São Paulo (fls. 2626/2628).

80. O diretor responsável da Corretora São Paulo pelas operações na BM&F era Jorge Ribeiro dos Santos (fls. 1812/1814 e 2214). O operador responsável pelo recebimento e execução das ordens transmitidas pelos fundos da Sistel era Daniel Navacinsk (fls. 91 e 144). Daniel Navacinsk alegou ter levado os Fundos Sistel quando de sua transferência para a Bônus-Banval. O referido operador informou ainda que tinha contato profissional com Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, e que acreditava que Lúcio Funaro seria sócio ou dono da Laeta. Quando os Fundos Sistel incorreram em ajustes negativos, de

julho a outubro de 2003, Daniel Navacinsk não trabalhava mais na Bônus-Banval.

81. Em 28.11.03, a BM&F emitiu relatório de auditoria sobre as operações e controles internos da São Paulo (fls. 1147/1160), em que foram apontadas falhas relacionadas a fichas cadastrais de clientes e do próprio modelo de ficha cadastral da corretora, que não continha campos obrigatórios segundo legislação vigente. Sobre o registro e controle de ordens de negociação, a auditoria da BM&F detectou que eram recebidas dos clientes e anotadas pelos operadores em um formulário, contudo não havia "um documento formal de registro da ordem, da hora da sua transmissão pelo cliente e da sua seriação lógica" (fls. 1156).
82. Na corretora São Paulo, os clientes José Carlos Batista, Lúcio Funaro e Mauro Lança Freitas Vale teriam atingido uma taxa de sucesso de 100%; por outro lado, o Kollie e Kol teriam registrado seguidas perdas, no valor de R\$ 971 mil, no mesmo mercado e série, nas operações intermediadas por esta corretora.
83. As tabelas abaixo resumem as operações intermediadas pela São Paulo:

Negócios com contratos de Ibovespa Futuro na São Paulo de 28.10 a 10.12.02

Cliente	Período	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
FIA Kollie	28.10.02 a 10.12.02	570	1.375	-637.935,00
Kol FIA	05.12.02 a 09.12.02	1.130	0	-333.600,00
TOTAL FUNDOS		1.700	1.375	-971.535,00
Mauro Lança Freitas Vale	28.10.02 a 20.11.02	995	995	457.275,00
José Carlos Batista	01.11.02 a 10.12.02	1.875	1.875	475.800,00
Lúcio Bolonha Funaro	05.12.02	50	50	7.500,00
TOTAL COMITENTES BENEFICIADOS		2.920	2.920	940.575,00

Negócios com contratos futuros de Ibovespa intermediados pela São Paulo entre 28.10 e 10.12.02

Comitentes	Nº. de Pregões	Day-trades (comitentes beneficiados)		Compras	Vendas	"Ajuste do dia" (R\$)	Taxa de Sucesso
		com lucro	com prejuízo				
FIA Kollie	9	-	-	570	1.375	-637.935,00	22%
Kol FIA	2	-	-	1.130	0	-333.600,00	0%
Mauro Lança Vale	4	4	0	995	995	457.275,00	100%
José Carlos Batista	6	6	0	1.875	1.875	475.800,00	100%
Lúcio B. Funaro	1	1	0	50	50	7.500,00	100%

iv. Fair (fls. 2616/2617).

84. Por não possuir título patrimonial de corretora de mercadorias da BM&F, a Fair utilizava outras corretoras como correspondentes para executar os negócios de seus clientes (Laeta, Bônus-Banval e Multistock - fls. 1741/1745). Francisco Tertuliano era o diretor responsável pelas operações na BM&F (fls. 1906).
85. Utilizando os serviços da Laeta como correspondente, a Fair operou em nome da empresa Erste Banking, de seu sócio Lúcio Funaro, do Allegro, representado no país pela própria Fair, e de José Carlos Romero Rodrigues. Por intermédio da Multistock, a Fair operou por conta da Erste Banking e de Lúcio Funaro. Para a Acusação, a utilização de outro intermediário (Fair) para intermediar tais negócios teria sido idealizada para dificultar a identificação dos comitentes beneficiários.

86. De acordo com a Citibank DTVM, à época administradora do Krystal FIF, o operador Renato Galli era o responsável por atender as ordens de negociação emitidas pelo fundo (fls. 65). Contudo, Renato Galli negou ter atendido ou recepcionado ordens de qualquer dos Fundos Sistel (fls. 1556/1560).
87. A atuação de Renato Galli ocorria na filial da Fair no bairro do Itaim (SP). Segundo declarou Francisco Tertuliano, a referida filial foi "montada" a pedido de Renato Galli, quando este passou a atuar como agente autônomo e trouxe alguns clientes para operar na Fair (fls. 1741/1745).
88. Francisco Tertuliano afirmou que as taxas de sucesso de 88,6% a 100% obtidas pelos clientes da Fair (Erste Banking, Allegro, Lúcio Funaro e José Carlos Romero Rodrigues), eram "de fato bastante expressivas e até mesmo atípicas". Declarou, porém, que o acompanhamento não era feito pela Fair, cuja "preocupação era em relação às garantias e os saldos devedores que poderiam ocorrer e também quanto à liquidação daquelas operações".
- v. *Multistock* (fls. 2618/2619).
89. José Costa Gonçalves era o diretor responsável pelas operações intermediadas na BM&F pela Multistock (fls. 1931 e 2214). Os operadores responsáveis pelo recebimento e execução das ordens dos Fundos Sistel eram Paulo Roberto Bello Correia Lima, Henrique Carlos Ferrão Filho e Marcelo Jagoda.
90. Paulo Roberto Bello Correia Lima informou que nem ele nem Henrique Carlos Ferrão Filho foram responsáveis pela execução das ordens. Os dois operadores informaram que aquelas ordens não eram habituais dos Fundos Sistel, tendo em vista o volume de contratos negociados e a frequência com que estes fundos operaram ao longo do referido período.
91. Foram identificados 2 comitentes beneficiários, que atuaram na Multistock por meio de subcontas na Fair: a Erste Banking e Lúcio Funaro. Operando "por conta e ordem" de Lúcio Funaro e da Erste Banking, a Fair utilizou a Multistock como correspondente para realizar três **day-trades**, tendo um deles sido especificado para a Erste Banking e dois em nome de Lúcio Funaro.
92. A seguir, um resumo dos negócios intermediados pela Multistock:

Negócios com contratos de Ibovespa Futuro na Multistock de 09 a 25.10.02

Cliente	Período	Compras (contratos)	Vendas (contratos)	"Ajuste do dia" (em R\$)
FIA Kollie	17.10.02 a 25.10.02	0	735	-370.170,00
Kol FIA	09.10.02	400	0	-23.400,00
TOTAL FUNDOS		400	735	-393.570,00
Lúcio Bolonha Funaro	09.10.02 a 25.10.02	300	300	124.200,00
Erste Banking	17.10.02	470	470	128.025,00
TOTAL COMITENTES BENEFICIADOS		770	770	252.225,00

Negócios com contratos futuros de Ibovespa intermediados pela Multistock entre 09.10 e 25.10.02

Comitentes	Nº. de Pregões	Day-trades (comitentes beneficiados)		Compras	Vendas	"Ajuste do dia" (R\$)	Taxa de Sucesso
		com lucro	com prejuízo				
FIA Kollie	2	-	-	0	735	-370.170,00	50%
Kol FIA	1	-	-	400	0	-23.400,00	0%
Lúcio B. Funaro	2	2	0	300	300	124.200,00	100%
Erste Banking	1	1	0	470	470	128.025,00	100%

II.5. Conclusões e imputações.

93. Para a Acusação, as operações analisadas foram intencionalmente direcionadas para favorecer os comitentes beneficiados em detrimento dos Fundos Sistel, caracterizando, dessa forma, prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, prevista na alínea "d", do item II, e vedada pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79.
94. Em relação aos administradores dos fundos de ações pertencentes à Sistel (Kollie, Kol e Krill), a Instrução CVM nº 302, de 1999, preconizava, no inciso IV, do artigo 57, que eles deveriam empregar, na defesa dos direitos dos cotistas, "a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurar-los, tomando inclusive as medidas judiciais cabíveis".
95. A Instrução CVM nº 306, de 1999, em seu artigo 14, inciso II, determina que os responsáveis pela administração de carteira de valores mobiliários devem "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".
96. O fundo de investimento financeiro (Krystal FIF) era, à época dos fatos, regulado pela Circular Bacen nº 2.616/95. O referido normativo estabelecia que o diretor responsável da instituição administradora é responsável pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo (item II, parágrafo único, artigo 2º do Regulamento Anexo).
97. Diante do exposto, a Acusação realizou as seguintes imputações:
- i. infração ao item I da Instrução CVM nº 8, de 1979, pela prática de atos caracterizados no item II, "d", do referido normativo (prática não equitativa):⁵
 - a. Boris Galperin, na condição de diretor do Plano Telemar-Prev da Sistel, e Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa, na condição de gestores de investimentos da Sistel, ambos responsáveis pelo processo decisório de investimento, pela emissão de ordens dos Fundos Sistel e pela escolha e contratação das corretoras investigadas;
 - b. Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda. (sucessora da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.), Lúcio Bolonha Funaro, Allegro C.V., José Carlos Batista, Maura Lança Freitas Vale, Zion Douer, NPZ Mercantil Consultorias e Corretora de Mercadorias Ltda., Arthur Camarinha, José Carlos Romero Rodrigues, todos na qualidade de participantes e beneficiários do suposto esquema de direcionamento de resultados em detrimento dos Fundos Sistel, por terem efetuado negócios na BM&F, para os quais foi alegada a ocorrência de práticas não equitativas;
 - c. Laeta, Bônus-Banval, São Paulo, Máxima DTVM (sucessora da Multistock) e Fair, pela alegada participação nas irregularidades, supostamente permitindo e viabilizando o esquema de direcionamento de resultados em detrimento dos Fundos Sistel em negócios realizados na BM&F para os quais foi alegada a ocorrência de práticas não equitativas;
 - d. Cezar Sassoun, Jorge Ribeiro dos Santos, Breno Fischberg, Ricardo Marques de Paiva, Enivaldo Quadrado, José Costa Gonçalves e Francisco Augusto Tertuliano, todos diretores corretoras acusadas, por sua suposta participação nas irregularidades investigadas, na qualidade de responsáveis pelos negócios cursados na BM&F para os quais foi alegada a ocorrência de práticas não equitativas;
 - e. Renato Luciano Galli, Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, Daniel Navacinsk, Marcelo Jagoda, Paulo Roberto Correia Lima e Henrique Carlos Ferrão Filho, por supostamente participarem das irregularidades investigadas, na condição de operadores das corretoras acusadas, valendo-se da discricionariedade que detinham no processamento de ordens de negociação e especificação de negócios cursados na BM&F para os quais foi alegada a ocorrência de práticas não equitativas;
 - ii. infração ao art. 57, IV da Instrução CVM nº 302, de 1999⁶, pela falta de diligência como administrador de fundo de investimento, e infração ao artigo 14, item II, da Instrução CVM nº 306 de 1999, pela ausência de diligência na administração de recursos de terceiros:
 - a. BMC Asset Management DTVM Ltda., na condição de administradora do Kol e do Krill, por

supostamente ter permitido que os referidos fundos incorressem em perdas sistemáticas, em operações no mercado de Ibovespa futuro da BM&FBovespa, sem verificar a regularidade e os resultados dos negócios;

- b. Geraldo Climério Pinheiro, na qualidade de diretor da BMC Asset Management DTVM Ltda., por supostamente ter permitido que os referidos fundos incorressem em perdas sistemáticas, em operações no mercado de Ibovespa futuro da BM&FBovespa, sem verificar a regularidade e os resultados dos negócios;
- iii. infração do art. 2º, parágrafo único, item II, combinado com o art. 9º, item II, do Regulamento Anexo à Circular Bacen nº 2.616,⁷ de 1995, pela ocorrência de negligência e imprudência na administração de fundos de investimento financeiro,
 - a. Citibank DTVM S.A., na condição de administradora do Krystal FIF, por supostamente ter permitido que o referido fundo incorresse em perdas sistemáticas, em operações no mercado de DI-1, sem averiguar a regularidade e os resultados de tais negócios; e
 - b. Pedro Luiz Guerra, na qualidade de Diretor da Citibank DTVM S.A., por supostamente ter permitido que o referido fundo incorresse em perdas sistemáticas, em operações no mercado de DI-1, sem averiguar a regularidade e os resultados de tais negócios.

III. DEFESAS.

III.1. Fair.

98. A Fair Corretora apresentou defesa alegando que (fls. 2862/2888 e 2961/2962):

- i. atuou como mera executora de ordens ao transmitir ordens dos clientes José Carlos Romero Rodrigues, Allegro, Erste Banking, Lúcio Funaro, José Carlos Batista e Arthur Camarinha, no período de outubro de 2002 a outubro de 2003;
- ii. não era cadastrada na BM&FBovespa, motivo pelo qual repassava as ordens de negociação dos seus clientes por intermédio das corretoras Laeta e Multistock;
- iii. nunca teria interferido na decisão das operações dos seus clientes e que jamais teria recebido reclamação deles a respeito da sua atuação com relação aos eventuais prejuízos sofridos nas operações realizadas por seu intermédio;
- iv. no que diz respeito à atuação de Renato Galli, este apenas teria transmitido ordens para a Laeta, e o teria feito sempre dentro dos limites operacionais dos clientes e em quantidades compatíveis com as garantias depositadas;
- v. os problemas envolvendo à atuação de Lúcio Funaro somente surgiram quando ele não era mais cliente da Fair;
- vi. por ser uma mera executora de ordens não possui o **modus operandi** necessário para o direcionamento dos ganhos, logo não seria possível que tivesse influenciado nos resultados a favor de seus clientes;
- vii. os indícios são aceitos como meios de prova, todavia para serem considerados devem em conjunto apontar para uma mesma direção, e serem capazes de levar o julgador ao convencimento sobre determinado fato;e
- viii. em 14.04.09, data em que recebeu intimação da CVM referente à Allegro, para que esta apresentasse suas defesas, não possuía mais qualquer vínculo com a Allegro, e a responsabilidade pelas operações ora investigadas seria de Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, operador da Laeta.

III.2. Francisco Tertuliano.

99. Francisco Tertuliano apresentou os mesmos argumentos utilizados pela Fair, acrescentando que (fls. 2889/2918):

- i. nunca teve nenhum tipo de vínculo com nenhum dos clientes da Fair, e nem atuou como representante dos mesmos nas operações realizadas;

- ii. embora lhe impute responsabilidade por ter permitido e viabilizado o esquema de direcionamento de resultados, o Relatório de Inquérito não indica qual teria sido a participação efetiva do diretor da Fair em relação a qualquer ato que poderia levar à tipificação das irregularidades administrativas; e
- iii. não tinha conhecimento do resultado das operações dos Fundos Sistel, tampouco verificou qualquer irregularidade na atuação de seus clientes durante o período sob análise.

III.3. Ricardo Marques de Paiva.

100. Ricardo Marques Paiva apresentou defesa alegando que (fls. 2919/2939):

- i. preliminarmente, a peça acusatória seria inepta, tendo em vista que o Relatório de Inquérito não teria descrito qual teria sido a sua conduta que caracterizaria a prática não equitativa, elemento necessário para infração à norma;
- ii. o Relatório de Inquérito não o teria mencionado como contraparte dos Fundos Sistel ou de nenhuma das pessoas indicadas na Acusação como beneficiárias do suposto esquema;
- iii. não era o responsável pela emissão das ordens dos Fundos da Sistel ou das pessoas que teriam sido beneficiadas, e não teria atuado na mesa de operações da BM&F da Bônus-Banval;
- iv. não teria recebido ordens dos comitentes e, em momento algum, teria tido participação na especificação dos resultados das operações;
- v. não seria responsável de fato pela supervisão e monitoramento das operações da investigação, embora seu nome estivesse indicado no cadastro da Bônus-Banval como diretor responsável pela área de operações perante a BM&F;
- vi. ainda que coubesse ao defendente verificar as operações realizadas, ele não conseguiria detectar o suposto direcionamento, visto que a própria Acusação reconhece tal "esquema" somente seria detectável se analisadas as operações em conjunto;
- vii. não possuía nenhum relacionamento com as demais pessoas investigadas, também não foi indicada na Acusação nenhuma vantagem por ele obtida; e
- viii. teria sido aplicado ao caso a teoria da responsabilidade objetiva, já rejeitada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN.

III.4. Bônus-Banval, Breno Fischberg e Enivaldo Quadrado.

101. Bônus-Banval, Breno Fischberg e Enivaldo Quadrado alegaram que (fls. 2942/2955):

- i. teria ocorrido prescrição intercorrente, prevista no § 1º do art. 1º, da Lei 9.873, de 1999, tendo em vista que a corretora e seus diretores teriam sido notificados do processo em 06 de abril de 2009, ou seja, três anos e três meses do último ato inequívoco, realizado em 02.01.2006;
- ii. o método de amostragem adotado pela Acusação para apurar irregularidades nas operações feitas seria *"bastante duvidoso para a hipótese a fim de apurar-se irregularidades"* (fls. 2948);
- iii. conforme depoimento de Breno Fischberg (fls. 1573) e Daniel Navacinsk (fls. 1756), a Bônus-Banval realizava a distribuição das ordens para os Fundos Sistel assim que a Sistel identificasse os comitentes, o que nunca era feito de imediato à ordem dada;
- iv. as operações seriam fechadas contra o mercado e as estratégias seriam de inteira responsabilidade da Sistel, cabendo às corretoras apenas o cumprimento das ordens;
- v. não teriam sido trazidas ao Relatório de Inquérito todas as operações realizadas pelos clientes e supostos beneficiários do "esquema", Zion Douer e NPZ, omitindo as pesadas perdas sofridas no final de 2002 oriundas de posições assumidas no mercado de dólar futuro;
- vi. não haveria nos autos nenhuma menção acerca de ganhos auferidos pelas corretoras e, por isso, não haveria motivo para que fossem investigadas por suposto envolvimento no "esquema"; e
- vii. a Acusação somente teria utilizado termos como presunção, suspeita, indício e probabilidade, não tendo

sido caracterizada a materialidade das práticas ilícitas, pois não teria sido comprovado por nenhuma das provas acostadas aos autos a conduta dolosa, tampouco culposa dos defendentes na suposta prática dos ilícitos.

III.5. Arthur Camarinha.

102. A defesa de Arthur Camarinha sustentou que (fls. 2968/2980):

- i. as especificações que foram dadas para suas ordens foram exatamente aquelas que ele havia transmitido; não haveria qualquer prova de sua ingerência nas eventuais reespecificações;
- ii. o defendente não teria utilizado os mesmos tipos de operação que os Fundos Sistel, atuando estes em operações de hedge e defendente em contratos de mercado de futuros de índice Bovespa e intrapregões;
- iii. não teria sido comprovado dolo do defendente, tampouco seu conluio com os outros acusados para obter benefícios com a reespecificação das operações;
- iv. pelo fato das operações terem sido efetuadas no mercado futuro, elas são realizadas com o mercado e não com partes específicas, logo a Acusação estaria equivocada em contrapor resultados de ajustes diários (fls.2973);
- v. não houve a individualização de provas quanto à sua consciência de participação nos ilícitos, mas tão somente suposições relacionadas a elementos objetivos genéricos;
- vi. teria agido conforme indicações técnicas e exteriorizações gráficas, com consciência técnica das operações, sem ter conhecimento ou participação em qualquer atividade ilícita; e
- vii. ser parte ganhadora legítima de negócios, em operações em mercado amplo, líquido e aberto, em dias em que outras partes perderam, não prova a intenção de produzir uma posição de desequilíbrio ou desigualdade.

III.6. Marcelo Jagoda.

103. Marcelo Jagoda alegou que (fls. 2881/3003):

- i. preliminarmente, teria ocorrido a prescrição, com base no art. 1º da Lei nº 9.873, de 1999, tendo em vista que o PAS foi formado apenas em 13 de abril de 2009 e as operações teriam ocorrido entre 09.10.02 e 17.10.02; as hipóteses de interrupção da prescrição, descritas no art. 2º da Lei nº 9.873, de 1999, não se aplicam ao caso, visto que elas tratam da prescrição intercorrente. Ainda que aplicável a hipótese de interrupção por ato inequívoco de apuração, teria ocorrido a prescrição, já que o mesmo só ocorreu em 31.12.2008;
- ii. apesar de ter recebido ordens da Sistel, de Boris Galperin e Roberto Corrêa, não seria possível incluí-lo no rol de acusados, pois só teria trabalhado na mesa por quinze dias e o "esquema" teria durado cerca de 1 (um) ano;
- iii. era apenas cumpridor de ordens transmitidas pelos administradores da Sistel, Boris Galperin e Roberto Corrêa, sem ter qualquer interferência nas decisões de investimento;
- iv. diante do curto período em que trabalhou na mesa da Multistock, só poderia ter participado da atividade ilícita quanto ao Kol, e no pregão de 09.10.02, que resultou em um ajuste negativo de R\$ 23.400,00 (vinte e três mil e quatrocentos), cerca de 1,6% do ajuste negativo total apresentado; e
- v. alegou nunca ter tido qualquer tipo de ingerência quanto à distribuição das operações pelos comitentes que, como permitia a regulamentação da época, poderia ser feita até uma hora após o encerramento do pregão.

III.7. Mauro Lança Freitas Vale.

104. Mauro Lança Freitas Vale alegou que (fls. 3008/3014):

- i. preliminarmente, teria ocorrido a prescrição da pretensão punitiva da CVM, tendo em vista que, embora tenha sido intimado a prestar depoimento em 04.01.2006, o inquérito só foi instaurado em abril de 2009,

isto é, mais de cinco anos após as operações ditas irregulares, ocorridas entre outubro e novembro de 2002;

- ii. teria sido ludibriado por Francisco Vargas e Silva, supostamente corretor da São Paulo, que, valendo-se da inexperiência e do desconhecimento do mercado de ações pelo acusado, o teria envolvido no esquema, sem que este se desse conta;
- iii. a aplicação financeira, tal como fora oferecido pela São Paulo, consistia em um investimento coletivo denominado "Carteira de Investimentos", cujos resultados seriam rateados entre os demais participantes, denominados, por sua vez, "investidores"; e
- iv. teria assinado todos os cheques, bem como os documentos que lhe foram apresentados pela São Paulo, de boa-fé e acreditando serem eles de fato necessários, em decorrência da sua posição de "líder da carteira", ao rateio dos ganhos.

III.8. São Paulo e Jorge Ribeiro dos Santos.

105. São Paulo e Jorge Ribeiro dos Santos, em defesa apresentada conjuntamente, alegam que (fls. 3016/3026):

- i. como primeira preliminar, a São Paulo carece de legitimidade passiva para figurar como acusada neste PAS, tendo em vista que "*a mera intermediação das operações*" por essa corretora não seria suficiente para fundamentar as acusações dirigidas a ela;
- ii. como segunda preliminar, a atipicidade da conduta da São Paulo e de Jorge Ribeiro dos Santos, uma vez que não teria restado demonstrada a culpabilidade de seus atos, indispensável quando se trata de responsabilização no âmbito de processos administrativos sancionadores, já que "*a culpa não se presume*";
- iii. como terceira preliminar, no que diz respeito especificamente a Jorge Ribeiro dos Santos, que não pode ele ser solidaria nem objetivamente responsabilizado por todo e qualquer ato praticado pela São Paulo sem a sua participação ou permissão consciente;
- iv. no mérito, não possuíam qualquer ingerência nas decisões tomadas pelas contrapartes nem participavam da estruturação das operações; e
- v. não se pode exigir que a corretora e seu diretor conheçam os clientes finais, os quantitativos negociados e os detalhes decisórios das operações, sobretudo a intenção por trás delas.

III.9. BMC e Geraldo Climério Pinheiro.

106. BMC DTVM e Geraldo Climério Pinheiro, em defesa conjunta, alegaram que (fls. 3029/3050):

- i. a gestão dos fundos Kol e Krill teria sido realizada exclusivamente por Roberto Corrêa, por solicitação da Sistel, que desejava indicar um funcionário seu para ocupar essa função, tal indicação teria sido feita com expressa exclusão da responsabilidade da BMC DTVM por quaisquer atos e prejuízos causados por Roberto Corrêa a esses fundos, conforme consignado nos dois memorandos de entendimento – um para cada fundo – firmados entre a Sistel e a BMC DTVM (fls. 3033);
- ii. de acordo com os regulamentos desses fundos (art. 3º, §4º e art. 8º, V e VIII), cabia ao gestor (isto é, a Roberto Corrêa, portanto): (a) verificar que as ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários seriam sempre expedidas com identificação precisa dos fundos; (b) tomar as decisões de investimento do fundo; e (c) realizar a seleção dos intermediários;
- iii. a delegação da gestão da carteira de investimentos a Roberto Corrêa foi regular e em nada conflitaria com o item 2 do Ofício-Circular/CVM/SIN nº 002, de 1999, já que a vedação a que esse dispositivo se refere diz respeito apenas aos **cotistas** do fundo; não haveria qualquer norma que proibisse a delegação da gestão de fundos de investimento a administrador de carteira devidamente cadastrado e autorizado pela CVM;⁸
- iv. as operações ditas irregulares não eram claramente ilegais nem traziam elementos aparentes que permitissem qualificá-las como fraudulentas; ao contrário, como a própria Acusação apontou, elas teriam sido realizadas de forma dissimulada, sem que pudessem ser facilmente notadas, ainda que se

agisse de forma adequadamente diligente;

- v. a gestão dos fundos Kol e Krill integrava a estratégia atuarial traçada pela Sistel para a gestão de sua carteira de investimentos, realizada por meio de diversos fundos de investimento dos quais era titular exclusiva; os acusados não tinham qualquer relação com os demais fundos da Sistel e, por esse motivo, não teriam como analisar a correção ou incorreção das decisões de investimento, o que só poderia ser feito por meio de uma análise global;
- vi. os depoimentos prestados por Boris Galperin (fls. 1504/1509) e Roberto Corrêa (fls. 1498/1502) demonstram que os fundos Kol e Krill "tinham a função de promover *hedge* às posições à vista detidas pela Sistel" em todos os fundos do Plano TelemarPrev; assim, esses dois fundos de investimento não eram geridos para dar lucro sempre, mas para balancear a exposição de risco de uma entidade de previdência;
- vii. não há que se falar em responsabilidade solidária administrativa entre administrador e gestor de fundo de investimento, conforme já decidido pela própria CVM⁹; a responsabilidade solidária a que se refere o art. 51, §1º da revogada Instrução 302, de 1999, é a civil e não a administrativa, que, como a penal, deve ser sempre pessoal;
- viii. não auferiram qualquer vantagem econômica com as operações consideradas irregulares, não sendo razoável supor que tenham arriscado seus nomes, respeitados no mercado e de valor muito maior que qualquer benefício econômico, sem que daí extraíssem qualquer proveito;
- ix. a Acusação imputa a infração ao art. 14, II da Instrução CVM nº 306, de 1999¹⁰, conjuntamente à BMC DTVM e a Geraldo Climério Pinheiro, o que, segundo a defesa, tratar-se-ia de um equívoco, já que, embora o *caput* desse artigo mencione tanto a pessoa natural quanto a pessoa jurídica, esse inciso seria aplicável apenas a pessoas naturais. Tal interpretação restritiva, sustentam, teria inclusive respaldo do CRSFN¹¹; e
- x. mesmo a acusação de que ele teria infringido o art. 14, II da Instrução CVM nº 306, de 1999, se afigura descabida, ao se considerar que o CRSFN já ressaltou que é necessária uma omissão flagrantemente desmedida para dar causa à aplicação desse artigo¹².

III.10. Máxima S.A. DTVM (sucessora da Multistock) e José Costa Gonçalves.

107. Máxima S.A. DTVM (sucessora da Multistock) e José Costa Gonçalves argumentaram, em defesa conjunta, que (fls. 3051/3078):
 - i. inicialmente, embora a Acusação tenha imputado a adoção de práticas não equitativas também a Paulo Roberto Lima e Henrique Ferrão Filho, a Sistel foi atendida apenas por Marcelo Jagoda nas duas operações intermediadas pela Máxima;
 - ii. a especificação dos comitentes das ordens até determinado horário após o encerramento dos respectivos pregões era perfeitamente lícita e permitida pelas normas operacionais da BM&F à época das operações investigadas;
 - iii. ao contrário do que teria sido feito em relação a outras corretoras, a Acusação não teria realizado qualquer auditoria, perícia ou apuração específica dos procedimentos operacionais da Máxima;
 - iv. não se vislumbra, nos autos, qualquer elemento – ainda que de natureza indiciária – que autorizasse a Acusação a concluir pela existência do suposto "esquema" ilícito; ao contrário, "*os parcos elementos utilizados pela Comissão de Inquérito para lastrear a sua acusação são, quando muito, presunções e ilações derivadas de premissas no mínimo frágeis, que não podem, a toda evidência, serem confundidas com indícios*" (fl. 3058);
 - v. a Acusação teria alto teor especulativo, já que, valendo-se de meras análises quantitativas e optando, sem qualquer razão clara ou aparente, por não aprofundar a produção de provas, chega a cogitar um complexo "esquema" de direcionamento de ordens de clientes por diversos intermediários (cf., nesse sentido, o §248 do Relatório de Inquérito - fls. 2603);
 - vi. a tentativa de enquadrar a conduta dos acusados como prática não equitativa vai de encontro ao entendimento da própria CVM (cf. PAS CVM nº 28/05, julgado em 03.07.2007), que requer um dolo

específico, e não simplesmente eventual, como quer a Acusação (fls. 2665), para que se configure esse ilícito;

- vii. no que diz respeito aos aspectos técnicos e ao funcionamento do mercado futuro, os acusados sustentam, com base em parecer anexo à defesa (fls. 3095/3123), que a Acusação em momento algum demonstrou que os Fundos Sistel eram contraparte dos acusados, sem o que seria impossível dizer que os ganhos destes se deram às custas daqueles;
- viii. não há, nos pregões apontados pela Acusação, uma correlação entre os volumes financeiros e de contratos operados pelos Fundos Sistel e pelos comitentes investigados, sem o que também não seria possível afirmar que os ganhos se deram em detrimento daqueles;
- ix. os Fundos Sistel, enquanto veículos de investimento de entidade fechada de previdência complementar, eram proibidos de realizar operações de **day-trade**, por expressa disposição regulamentar – constante, à época, do art. 61, II do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.829, de 2001¹³, e presente, atualmente, no art. 65, III do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 3.456, de 2007. Dessa forma, por adotarem estratégias expressamente diferentes das dos demais comitentes, não haveria que se falar em esquema ou correlação de operações, o que só seria possível se as posições dos Fundos Sistel e as dos supostos beneficiados fossem liquidadas no mesmo pregão;
- x. a Acusação: (a) não deixou claro se tais acusados realizaram outras operações à época, o que ampliaria o universo de análise e possibilitaria verificar se os seus índices de acerto global são de fato os relacionados no Relatório de Inquérito; (b) não identificou o que se pode considerar um resultado acima da média; e (c) não apresentou qualquer evidência estatística confiável ou probabilidade de que investidores experientes obtivessem sucesso em um total de três day-trades;
- xi. quanto à operacionalização das ordens no âmbito da Máxima, os acusados sustentam que todas as operações dos fundos Kol e Kollie intermediadas pela Máxima eram conduzidas em conformidade com as determinações dos representantes desses fundos junto à corretora, que especificavam volumes e preços a serem ofertados e monitoravam as ordens de negócios a serem realizados na BM&F;
- xii. as operações reputadas como irregulares nos pregões de 09.10.2002 e 25.10.2002 foram efetuadas pela Máxima por conta e ordem da Fair; a Máxima, dessa forma, não possuiria qualquer meio de identificar os beneficiários finais das ordens da Fair, que eram executadas tão somente em nome desta, muito menos de direcionar os negócios cursados pelos Fundos Sistel para Lúcio Funaro – o que, seguindo a lógica da tese acusatória, só poderia ter ocorrido no ambiente da própria Fair;
- xiii. a própria irrelevância das operações efetuadas por intermédio da Máxima, que representam apenas 2,66% do volume financeiro das operações consideradas irregulares pela Acusação, parece suficiente para afastar qualquer dúvida sobre a participação dessa corretora em qualquer esquema que se queira imaginar; e
- xiv. o fato de alguns fundos terem apurado reiterados ajustes negativos no mercado futuro não sugere, por si só, a existência de irregularidades, podendo, ao contrário, indicar que os responsáveis pela sua gestão entendiam que tais operações eram necessárias à proteção da carteira à vista da Sistel.

III.11. Boris Galperin

108. Boris Galperin inicia sua defesa (fls. 3168/3218) apontando que em função de comunicado efetuado pela CVM à Secretaria de Previdência Complementar, o acusado atualmente responde a um auto de infração que se encontra pendente de julgamento, em sede recursal, pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar; no entanto, o diretor-relator já teria proferido voto favorável à improcedência da sua condenação (fls. 3219/3226).
109. Em seguida, o acusado sustenta, preliminarmente, que:
 - i. o Plano Diretor de Aplicação do Patrimônio Telemar autorizava expressamente sua diretoria a praticar operações com derivativos na BM&F, dispondo sobre o uso de contratos futuros de Ibovespa e DI para proteção, respectivamente, dos ativos da carteira à vista e de renda fixa do plano;
 - ii. sendo veículos de investimento da Sistel, a performance "real" dos Fundos Sistel só poderia ser adequadamente apreciada ao se examinar o retorno atingido pela carteira global do Plano Telemar,

incluindo os ativos de mercado integrantes da carteira à vista desse plano. A Acusação teria desprezado a oportunidade de correlacionar a atuação dos Fundos Sistel no mercado à vista com as operações ditas irregulares no mercado futuro;

- iii. a Acusação teria igualmente ignorado os esclarecimentos prestados pelo acusado 21.12.2005 (fls. 1638/1651), os quais demonstrariam, por exemplo, que a rentabilidade da carteira de ações dos Fundos Sistel, apurada pelo método de taxa interna de retorno (TIR), foi, no período de 01.10.2002 a 31.12.2003, próxima à da Taxa DI à mesma época; e
 - iv. a CVM não possui competência para julgar o acusado, tendo em vista que a imputação que se lhe pretende atribuir pressupõe que ele teria violado seus deveres legais e fiduciários em relação à Sistel, o que, por sua vez, significa admitir que sua participação nos eventos narrados nos autos deste PAS se deu na qualidade exclusiva de Diretor estatutário do Plano Telemar, que sujeita-se apenas à Secretaria de Previdência Complementar. Tal entendimento, afirma, encontra acolhimento na jurisprudência do Colegiado da CVM (o voto do Diretor Relator Eli Loria no PAS CVM n° 20/03, julgado em 01.07.2009; o voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade no PAS CVM n° 04/01, julgado 13.06.2005; e o voto da Diretora Norma Jonsen Parente no PAS CVM n° 27/03, julgado em 18.08.2005).
110. No mérito, o acusado alega que:
- i. a acusação de prática não equitativa não se sustenta, tendo em vista que: (a) Boris Galperin era o próprio representante da parte supostamente lesada pelo esquema; (b) a Acusação não demonstrou qualquer ato que comprovasse sua participação nas ditas irregularidades nem as vantagens que teria auferido em função delas; e (c) não se consegue vislumbrar o dolo específico do acusado na obtenção de resultados lesivos aos Fundos Sistel;
 - ii. tampouco se poderia afirmar que o acusado privilegiou ou direcionou operações a determinadas corretoras conluiadas, tendo em vista que as intermediárias acusadas nos autos deste PAS concentraram apenas cerca de 1/3 do total de operações de mercado realizadas pelos Fundos Sistel no mesmo período (cf. fls. 1479/1487);
 - iii. seus eventuais contatos com operadores de corretoras se limitavam à emissão de ordens de compra ou venda de contratos Ibovespa (segundo o acusado, as operações com contratos DI eram monitoradas por Roberto Corrêa) e ao seu acompanhamento, via telefone, a fim de verificar sua fiel execução. "*Tais ordens*", afirma, "*eram em regra de natureza monitorada, não sendo permitido ao operador qualquer ingerência nas quantidades, preços ou timing da operação, que já eram estabelecidas de pronto*"; e
 - iv. os tipos contidos na Instrução CVM n° 8, de 1979, são dolosos e, portanto, não podem ser imputados a título de responsabilidade objetiva, como quer a Acusação.
111. Quanto à atuação dos Fundos Sistel na BM&F, a defesa de Boris Galperin afirma que:
- i. qualquer acusação de "perda" ou "prejuízo" decorrente de operações dos Fundos Sistel deveria levar em conta os resultados do portfólio da Sistel como um todo, bem como o fato de que alguns Fundos Sistel tinham como finalidade única proteger os ativos à vista detidos pelos demais, por meio de operações de *hedge*, efetuadas especificamente através dos contratos futuros de Ibovespa e DI;
 - ii. a proibição de que entidades fechadas de previdência complementar realizem operações de *day-trade* evidencia que a conduta e os resultados buscados pelos Fundos Sistel no mercado futuro diferem diametralmente dos objetivos de especuladores que liquidam, em um mesmo dia, suas posições;
 - iii. o julgamento segundo o qual certas operações eram "boas" ou "ruins" é subjetivo e ignora o fato de que as entidades fechadas de previdência complementar não orientam seus investimentos por ganhos espetaculares, mas pelo alcance de sua meta atuarial;
 - iv. a valorização conjunta das carteiras do Kol, Kollie e Krill, apurada pelo método de taxa interna de retorno, foi, no período de 01.10.2002 a 31.12.2003, próxima à da Taxa DI à mesma época (fls. 1436/1432), tendo esses fundos atingido, portanto, suas metas;
 - v. as operações em mercado futuro, além de proteger a carteira de ativos em mercado à vista, visavam a reduzir sua volatilidade; tal objetivo, teria sido igualmente conseguido, conforme demonstra a tabela às fls. 3203;

- vi. a existência de um esquema fraudulento parece implausível, sobretudo diante: (a) do número irrisório de pregões em que a Acusação reputou haver operações irregulares do Krystal FIF (dois em janeiro e um em abril de 2002); e (b) do intervalo de quase 4 (quatro) meses entre algumas dessas poucas operações.
112. Sobre a alegação de prejuízos decorrentes dos ajustes diários e da prática de preços na "contramão" do mercado, o acusado afirma que (fls. 3205/3207):
- i. os ajustes diários devem ser considerados em função da sua estratégia de proteção da carteira à vista, tal como o prêmio pago por uma apólice de seguro; assim, comparados ao patrimônio líquido total dos Plano Telemar, de aproximadamente R\$ 1,82 bilhão em 31.12.2003, os R\$ 14,81 milhões tidos como "prejuízo" são um investimento de excelente custo-benefício; o mesmo vale para a carteira de renda fixa, que incluía o Krystal FIF: os R\$ 422 mil pagos a título de ajuste diário dito "irregular" em operações intermediadas pela Laeta representam apenas 0,05% do total de R\$ 911 milhões que compunham a carteira de renda fixa do Plano Telemar; e
 - ii. a planilha anexa à correspondência enviada pelo acusado à CVM em 21.12.2005 demonstra que, de forma geral: (a) as compras de índice eram realizadas à mínima ou próximo à mínima do dia; e (b) as vendas, à máxima ou próximo à máxima do dia, critérios esses que seriam muito mais adequados para aferir a boa performance de uma gestão que o valor de fechamento do ativo em uma determinada data.
113. Quanto à suposta existência de um esquema nas operações dos Fundos Sistel, o acusado sustenta que (fls. 3208/3216):
- i. a Acusação não reuniu evidências que sustentem um conluio – o "*único caminho que restava, mas que reúne apenas uma parte das operações realizadas no período, sem se preocupar em examinar o todo e sem apontar uma única prova concreta do 'conluio' ou 'esquema' imaginado*";
 - ii. a Acusação não buscou averiguar ou esclarecer todas as informações disponibilizadas, conforme se verifica no parágrafo 248 do Relatório de Inquérito; a CVM, por sua vez, já analisou e repeliu acusações em razão da flagrante falta de provas convincentes (cf. voto proferido pelo ex-diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa nos julgamentos dos PAS CVM nº 09/04 e nº 16/03, ocorridos em 20.07.2006 e em 08.11.2006, respectivamente);
 - iii. a afirmativa acusatória de que determinados comitentes auferiram ganhos em detrimento dos Fundos Sistel só se sustentaria "*diante da demonstração cabal de que as exatas posições vendidas em Ibovespa ou DI assumidas pelos Fundos Sistel deveriam corresponder exatamente a posições compradas de algum dos comitentes 'beneficiados' e vice-versa*"; e
 - iv. não há uma correlação entre os volumes financeiros e de contratos operados pelos Fundos Sistel e pelos comitentes investigados.

III.12. Citibank e Pedro Guerra.

114. Citibank DTVM e Pedro Luiz Guerra, em defesa conjunta (fls. 3317/3341), sustentam preliminarmente que:
- i. não há base legal para imputar aos defendentes qualquer tipo de responsabilidade; os dispositivos supostamente violados (art. 2º, parágrafo único, item II, combinado com o art. 9º, item II, ambos do Regulamento Anexo à Circular nº 2.616, de 1995, do Banco Central) tratam apenas do conteúdo de uma declaração a ser firmada por administradores de fundos;
 - ii. a falta de base legal viola o direito à ampla defesa dos acusados;
 - iii. embora os fundos de investimento – antes regulados pelo Banco Central – tenham sido submetidos à responsabilidade da CVM a partir da Lei nº 10.303, de 2001, essa autarquia só poderia exercer seu poder sancionador quando editasse norma própria regulamentando sua nova competência, o que só ocorreu em 2004, com o surgimento da Instrução CVM nº 405;
 - iv. a Decisão Conjunta CVM-BACEN nº 10, de 2002, teria determinado tão somente que a CVM e o Banco Central cooperassem no intercâmbio de informações; nem a Lei nº 10.303, de 2001, nem o Convênio celebrado entre essas duas instituições autorizam a CVM a "*conduzir processo administrativo para apurar infrações à norma do Bacen*"; e

- v. a pretensão punitiva da Administração já teria prescrito, pois entre a última operação abrangida por este PAS, ocorrida em 31.10.2003, e a data em que os acusados foram comunicados das investigações, em 16.12.2008, transcorreram mais de 5 anos.

115. No mérito, esses acusados alegam que (fls. 3330/3340):

- i. não se lhes pode imputar responsabilidade penal-administrativa pela consequência de atos de terceiros no mercado de capitais; embora tais atos tenham envolvido a carteira do fundo de investimento do qual os acusados eram administradores, sua gestão estava sob os cuidados da própria entidade quotista lesada, havendo inclusive previsão contratual expressa isentando o Citibank DTVM de todo e qualquer prejuízo que a Sistel viesse a suportar em função da atividade de gestão;
- ii. os acusados não teriam como, no cumprimento de seu papel e dentro de uma estrutura de divisão entre a administração do fundo e a gestão da sua carteira, agir para evitar as irregularidades descritas no termo de acusação;
- iii. não há que se falar em negligência dos acusados, tendo em vista que mesmo a CVM só chegou a evidências de irregularidades após anos de investigação, valendo-se das mais diversas fontes de informação, algumas das quais disponíveis somente a essa autarquia;
- iv. a rentabilidade do Krystal FIF teria alcançado, no período das operações abarcadas por este PAS, 92,04% da Taxa DI; assim, não havia como os acusados afirmarem que esse fundo incorria em perdas sistemáticas em ajustes do dia;
- v. a dúvida a respeito da capacidade dos administradores de detectar irregularidades na gestão do Krystal FIF, ponto acusatório máximo a que se pode chegar diante de todas as circunstâncias deste caso e das operações, deve ser interpretada a favor dos acusados, como mandam o direito penal e os princípios que limitam a pretensão punitiva da Administração; e
- vi. todas as decisões de investimento do Krystal FIF eram tomadas pela sua gestora-cotista, a Sistel, sem que esses acusados delas participassem ou sobre elas fossem informados.

III.13. Sérgio Guaraciaba Martins Reinas.

116. Sérgio Guaraciaba Martins Reinas apresentou defesa alegando que (fls. 3343/3354):

- i. preliminarmente, teria ocorrido prescrição, nos termos do art. 1º da Lei 9.873, tendo em vista que a última das operações em análise sido realizada em 27.10.2003 e ele somente foi intimado ou notificado deste processo 04.2009;
- ii. quando o defendente começou a trabalhar na Laeta, a Sistel já era cadastrada na corretora, sendo o seu trabalho limitado ao estrito cumprimento das ordens emitidas pelo gestor Roberto Corrêa e pelo diretor Boris Galperin, responsáveis pelo fundo;
- iii. o defendente, que não era operador exclusivo da Sistel, não conhecia pessoalmente nenhum de seus administradores, tendo mantido contatos apenas por telefone;
- iv. as ordens emitidas pela Sistel, para negociação de contratos no mercado de futuros da BM&F, eram executadas imediatamente, na ordem e na hora em que eram repassadas;
- v. a Sistel, posteriormente à execução das ordens, a seu próprio critério " *determinava à Laeta para quais fundos deveriam ser distribuídos os negócios contratados para fins de informação à BM&F*" (fls. 3348);
- vi. os direcionamentos de contratos realizados pela Sistel, durante outubro de 2002 e outubro de 2003, posteriormente à sua execução, eram legais, tendo em vista que durante esse período ainda não vigorava o sistema de "janelas" para especificação de clientes;
- vii. o parágrafo 34 do Relatório de Inquérito, por exemplo, estabelece que "não é possível identificar se ocorreu, de fato, um reespecificação entre os comitentes, dado o período em que as negociações referentes a este Inquérito Administrativo foram realizadas";
- viii. as ordens transmitidas pela Allegro, cliente da Fair, eram recebidas de Nico Buren, registradas na Fair e executadas na Laeta, tendo em vista que aquela não estava habilitada à cumprir diretamente as ordens registradas;

- ix. a operação acima descrita estaria de acordo com as regras legais à época em vigor, além de serem justificadas plenamente frente ao dinamismo do mercado;
- x. o defendente seria somente procurador da Allegro, com poderes de representação limitados pela procuração, que outorgava, em especial, poderes perante à Secretaria da Receita Federal, e executava as ordens transmitidas pela Allegro, como cliente da Fair;
- xi. teria sido um equívoco de preenchimento e de interpretação a existência do nome do defendente na ficha cadastral como diretor e controlador da Allegro, pois conforme as procurações que lhe foram outorgadas, ele era tão somente procurador representante da Allegro; e
- xii. não seria possível aplicar qualquer sanção disciplinar, tendo em vista que não foi identificada culpa própria, concreta e individualizada do defendente, baseando-se a acusação tão somente em meras suposições, sem apresentação de qualquer prova documental ou testemunhal (cf. PAS RJ 2002/2405).

III.14. Lúcio Funaro e Stockolos Avendis EB Empreendimentos.

117. Lúcio Funaro e Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Intermediações e Participações Ltda. apresentaram defesa em conjunto, alegando, preliminarmente, a prescrição da pretensão punitiva, conforme o art. 1º da Lei nº 9.873, de 1999, tendo em vista que: (i) as últimas operações foram realizadas respectivamente em 8 e 11.04.2003, ao passo que o presente processo só foi instaurado em 21.07.2004; (ii) os defendentes foram intimados somente em 04.2009.
118. Quanto ao mérito, os defendentes sustentam que (fls.3374/3398):
- i. suas condutas teriam sido pautadas pela legalidade, conforme se poderia atestar a partir de parecer anexo à defesa, abordando individualmente suas condutas;
 - ii. a tese de especificação "ex post" das ordens, de modo a alocar bons resultados para determinados investidores e maus resultados para outros, ainda que verdadeira, não resultaria, *"tecnicamente, em ganhos de uma parte literalmente à custa da outra, uma vez que os investidores em questão não seriam contrapartes um do outro"*;
 - iii. de acordo com as tabelas acostadas ao processo (fls. 2498, 2500, 2514, 2520, 2522, 2524, 2526, 2528, 2542, 2544), é possível visualizar que as operações realizadas pelos investidores não tinham como contraparte os fundos, visto que: (i) os ganhos dos investidores nas operações analisadas não correspondem exatamente aos prejuízos dos fundos; (ii) os volumes financeiros negociados nas operações fiscalizadas são muito inferiores aos volumes negociados na BM&F no dia para aqueles contratos; (iii) os ganhos dos investidores decorreram de operações **day-trade** enquanto os prejuízos dos fundos tiveram origem em ajustes diários; (iv) em alguns pregões não há correspondência entre a quantidade comprada e vendida de contratos pelos investidores, demonstrando, portanto, que os defendentes não realizaram sempre operações **day-trade**; (v) os horários não são compatíveis;
 - iv. os defendentes utilizaram-se de operações **day-trade**, que por natureza apostam na tendência observada no curtíssimo prazo, sendo os altos índices de acertos "esperados"; os índices de acerto não teriam credibilidade para serem caracterizados como elemento de prova;
 - v. a Acusação não teria computado, para o cálculo do índice de acertos dos defendentes, outras operações além das citadas nas fls. 3376/3380;
 - vi. se realmente existisse um "esquema", os defendentes não estariam sujeitos ao risco do mercado e não teriam amargado prejuízos decorrentes de ajustes diários negativos (os defendentes tiveram perdas em diversos dias, conforme tabela de fls. 3385);
 - vii. Lúcio Funaro teve prejuízo de mais de R\$ 1,157 milhão em contratos futuros de dólar;
 - viii. os quadros XV a XVIII presentes às fls. 2621 e 2628 não seriam aptos a comprovar a acusação de prática não equitativa e a transferência de riquezas;
 - ix. a taxa de 100 % de sucesso nas operações realizadas por Lúcio Funaro, demonstradas no quadro XVII, não pode ser adotada como evidência, já que o defendente só realizou uma única operação neste dia;
 - x. o quadro XVIII, que constata que os fundos Kol e Kollie, nos pregões escolhidos pela CVM, não tiveram

sucesso no primeiro dia de entrada na posição em contratos futuros de índice, e que, nesses mesmos dias, os defendentes foram bem sucedidos, não deveria ser tratado como evidência, pois: (i) aborda um número muito pequeno de pregões; (ii) não há coincidência no valor total operado; (iii) a quantidade total de contratos não coincide;

- xi. a Acusação, ao contabilizar os prejuízos dos Fundos Sistel, limita-se a resumi-los àqueles oriundos de ajustes diários, todavia, sendo os fundos de investimento hedgers típicos, e tendo em vista a *"moderna teoria do portfólio, é míope a definição de "perdas" decorrentes de ajustes diários negativos sem considerar a estratégia de investimento dos fundos como um todo"*;
- xii. o fato dos defendentes terem operado por meio da mesma corretora não indicaria nenhuma irregularidade, ou autorizaria uma *"acusação dessa gravidade"*; e
- xiii. os acusados não teriam tido suas condutas individualizadas, e não foram demonstradas a culpa própria nem a caracterização perfeita do dolo dos defendentes nas supostas infrações cometidas.

III.15. Paulo Roberto Correia Lima e Henrique Carlos Ferrão Filho.

119. Paulo Roberto Correia Lima e Henrique Carlos Ferrão Filho apresentaram defesa conjunta, sustentando que (fls. 3441/3454):

- i. preliminarmente, teria ocorrido prescrição, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873, de 1999, uma vez que entre a última operação investigada em que os defendentes teriam supostamente atuado como operadores (25.10.2002) e a notificação dos defendentes para a apresentação de defesa (04.2009) teriam transcorrido mais de 5 anos;
- ii. os defendentes são operadores há muitos anos, tendo passado por diversas instituições sem nunca terem sofrido reclamações de investidores, processos ou responsabilizações;
- iii. não teria havido a descrição da conduta individual e culposa de cada um dos defendentes, o que impossibilitaria sua eventual penalização já que em matéria de responsabilidade disciplinar vigora o princípio da culpa concreta; também não teria sido demonstrado o nexo de causalidade entre a conduta dos defendentes e os eventuais prejuízos ocasionados;
- iv. os defendentes somente estariam sendo acusados por serem alguns dos operadores autorizados pela Multistock (atual Máxima) a receber e executar ordens dos Fundos Sistel; no entanto, o elemento intencional seria pressuposto para a aplicação da sanção administrativa, não havendo responsabilidade objetiva; e
- v. não existiria nos autos qualquer evidência de que os defendentes teriam assistido aos Fundos Sistel nas operações no período investigado, em que teria havido a elevação do número de contratos negociados pelos Fundos Sistel; pelo contrário, haveria provas de que os defendentes não teriam participado de tais operações, uma vez que tal tarefa teria sido conduzida com exclusividade por Marcelo Jagoda; após o desligamento de Marcelo Jagoda da Multistock, os defendentes teriam voltado a receber e executar ordens dos Fundos Sistel.

III.16. Laeta e Cezar Sassoun.

122. Laeta e Cezar Sassoun, em defesa apresentada conjuntamente (fls. 3457/3472), alegam preliminarmente a ocorrência de prescrição, tendo em vista que teria transcorrido mais de 5 anos entre a última operação compreendida neste processo, realizada em 27.10.2003, e a data em que esses acusados foram notificados do presente processo, 04.2009.

123. No mérito, os acusados sustentam o que segue (fls. 3460/3471):

- i. as ordens que executaram foram passadas diretamente por seus clientes;
- ii. a BM&F jamais apontou qualquer irregularidade nas operações dos acusados;
- iii. não participavam da estratégia de investimentos da Sistel e desconheciam os gestores dos Fundos Sistel;
- iv. a Sistel, por seu próprio interesse e discricionariedade, determinava à Laeta para quais fundos seriam distribuídos os negócios contratados, o que, à época, era lícito e permitido;

- v. como não se pode afirmar que os supostos beneficiados pelo esquema eram as contrapartes dos Fundos Sistel nas operações ditas irregulares, também não haveria como se sustentar, pela própria natureza e funcionamento dos mercados futuros, que os ganhos auferidos por alguns clientes da Laeta e da Fair se deram às custas dos Fundos Sistel;
- vi. não há qualquer correspondência entre as operações realizadas pelos clientes dos acusados e aquelas executadas pelos Fundos Sistel, que, por Resolução do Conselho Monetário Nacional, sequer podiam operar com *day-trades*;
- vii. a Acusação não considerou a natureza das operações realizadas, o volume de contratos negociados e as estratégias dos gestores dos Fundos Sistel, preocupando-se, antes, em quantificar resultados de forma descontextualizada;
- viii. a configuração da prática não equitativa não prescinde da demonstração da conduta dolosa do agente, seja ela comissiva ou omissiva; e
- ix. o Relatório não apresenta provas de suas acusações, as quais, ao contrário, fundam-se em evidências; diante disso, milita em favor dos acusados o princípio da presunção da inocência.

III.17. José Carlos Batista.

123. Em sua defesa (fls. 3473/3478), José Carlos Batista alega preliminarmente a prescrição da pretensão punitiva da CVM, considerando que decorreram mais de 5 anos entre a última operação abrangida por este PAS, realizada em 31.10.2003, e a data em que a CVM o intimou da abertura do inquérito administrativo (sic), qual seja, 04.2009.
124. No mérito, José Carlos Batista sustenta que:
- i. os lucros que auferiu nas operações de **day-trade** devem-se exclusivamente à sua vasta experiência como investidor no mercado financeiro;
 - ii. o próprio Relatório de Inquérito aponta que esse acusado teve também prejuízos, no total de R\$ 12.105,00;
 - iii. não há nos autos qualquer prova das supostas irregularidades, senão apenas conjecturas sem qualquer sustentação de fato e de direito; e
 - iv. o acusado em momento algum atuou como contraparte dos Fundos.

III.18. Renato Galli.

125. Renato Galli apresentou defesa nos seguintes termos (fls. 3479/3485):
- i. o defendente cumpriria as determinações da direção da Fair e da CVM relativas à execução de ordens de clientes;
 - ii. o defendente nunca teria tido autorização para operar em nome do Allegro junto à BM&F; ele operava para tal investidor apenas no âmbito da Bovespa e as ordens eram emitidas por operador da Laeta;
 - iii. o defendente não teria conhecimento do endereço de email lfunaro@fairccv.com.br grafado na ficha cadastral do Allegro na Fair; tal endereço teria sido grafado a tinta, enquanto que todos os demais dados da ficha teriam sido preenchidos de forma mecânica;
 - iv. as ordens relativas à BM&F eram repassadas pelo defendente a Francisco Tertuliano na mesa central de operações da corretora, diretor da Fair, que repassava tais ordens a outras corretoras, uma vez que a Fair não detinha título patrimonial na BM&F; assim, o depoimento de Francisco Tertuliano, no sentido de que não haveria registro físico sobre tais ordens seria inverídico e procuraria apenas eximi-lo de suas responsabilidades;
 - v. seriam inverídicas as declarações de Francisco Tertuliano no sentido de que (a) teria sido procurado pelo defendente para estruturar uma nova filial que seria utilizada exclusivamente por Renato Galli, que até então desconhecia; (b) jamais teria se envolvido com a atuação de Renato Galli; e (c) o defendente atuava com total liberdade não tendo qualquer obrigação de se reportar a Francisco Tertuliano; o

defendente tinha que se reportar à mesa central da corretora;

- vi. não há provas de que o defendente teria participado das operações consideradas irregulares, tampouco que a atuação do defendente configuraria prática não equitativa; e
- vii. o defendente estaria sofrendo ato persecutório por ser sócio de Lúcio Funaro; no entanto, não pode haver sanção disciplinar sem comprovação documental da culpa concreta e individualizada, de acordo com os precedentes da própria CVM.

Rio de Janeiro, 6 de dezembro de 2012.

Luciana Dias

Diretora

1 A Comissão de Inquérito entendeu que, para o cálculo de quantificação de ganhos de comitentes beneficiários, deveriam ser excluídos os pregões em que os Fundos Sistel não atuaram, como também os pregões em que o mesmo grupo de comitentes atuou sem a participação dos Fundos Sistel, uma vez que "não haveria ou, então, seria muito difícil obter elementos de prova de que determinada ordem de negociação, no início do pregão, teria sido emitida para um fundo ou para um comitente participante do esquema, e posteriormente alterada pelos operadores ou pessoas ligadas aos intermediários" (fls. 2564).

2 O Relatório de Inquérito apontou que a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) realizou fiscalização nos citados fundos, concluindo que "a estratégia de hedge adotada pelo gestor não foi eficaz já que o mesmo, quase o tempo todo, ficou na 'contra mão do mercado'. Por conseguinte, a aplicação dos recursos garantidores dos planos de beneficiários da Fundação SISTEL ficou mais exposta aos riscos de mercado e, como consequência, houve a realização de **perdas vultosas** nas operações com contratos futuros de IBOVESPÁ" (fls. 2137).

3 A Acusação focou sua apuração nos "ajustes do dia", isto é, o ajuste decorrente somente dos negócios realizados no próprio dia. Segundo o Relatório de Inquérito, as perdas dos Fundos Sistel e os ganhos dos comitentes envolvidos não foram equivalentes, uma vez que as operações não teriam sido casadas, mas sim realizadas a mercado.

4 Em 12.01.2011, o Colegiado deliberou a aceitação da proposta de termo de compromisso apresentada pelos acusados U.P.A.M.S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (sucessora de P.A.M.S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e P.A.M. Equity S.A.), M.K. e P.J.O.G. (fls. 3536/3538).

5 I. E 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 efeitos dessa Instrução conceitua-se como:

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 devida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

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

f - 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.

7 Art. 2º - A constituição do fundo, no prazo de 5 (cinco) dias contados de sua ocorrência, deve ser objeto de comunicação por escrito à Comissão Reguladora do Mercado Central do Brasil a que estiver jurisdicionada a instituição administradora, na qual deve constar:

II - o responsável, prioritariamente, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades de suspensão ou inabilitação para cargos de direção em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Art. 9º - A instituição administradora pode, observado o disposto no art. 37, parágrafo único, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos:

f - delegar poderes para administrar a carteira do fundo a terceiros devidamente identificados, sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do administrador designado nos termos do art. 2º, inciso II.

8 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

9 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

10 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

11 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

12 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

13 Art. 2º - O fundo sempre responderá integralmente por suas obrigações de forma e prazo e sempre observará as seguintes regras de conduta:

f - não utilizar para fins de cobertura de obrigações de terceiros recursos provenientes de operações de venda de valores mobiliários, exceto quando autorizadas pelo Colegiado.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2004

Acusados:

Allegro C.V. (Representando pela Fair C.C. S/A)

Arthur Camarinha

BMC Asset Management DTVM Ltda.

Bônus-Banval Participações Ltda.

Boris Galperin

Breno Fischberg

César Sassoun

Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Daniel Navacinsk

Enivaldo Quadrado

Fair Corretora de Câmbio S.A.

Francisco Augusto Tertuliano

Geraldo Climério Pinheiro

Henrique Carlos Ferrão Filho

Jorge Ribeiro dos Santos

José Carlos Batista

José Carlos Romero Rodrigues

José Costa Gonçalves

Laeta Participações Ltda.

Lúcio Bolonha Funaro

Marcelo Jagoda

Mauro Lança Freitas Vale

Máxima S.A. DTVM (sucessora da Multistock S.A. CCV)

NPZ Mercantil Consultorias e Corretoras de Mercadorias Ltda.

Paulo Roberto Bello Correia Lima

Pedro Luiz Guerra

Renato Luciano Galli

Ricardo Marques de Paiva

Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa

São Paulo Corretora de Valores Ltda.

Sérgio Guaraciaba Martins Reinas

Stockolos Avendis EB Empreendimentos, Int. e Part. S/C Ltda. (sucessora da Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C Ltda.)

Zion Douer

Assunto: Supostas práticas não equitativas e descumprimento do dever de diligência de administradores e gestores de fundos de investimento.

Relatora: Diretora Luciana Dias

V O T O

I. INTRODUÇÃO

1. O presente processo foi instaurado para averiguar a possível realização de práticas não equitativas que visariam a beneficiar um grupo específico de comitentes, em prejuízo dos Fundos Sistel, por meio da especificação tardia de ordens nos mercados futuros. Segundo a Acusação, os Fundos Sistel teriam sido reiteradamente prejudicados por um suposto "esquema" de distribuição de ordens vencedoras a um grupo restrito de comitentes e de ordens perdedoras aos referidos fundos.

II. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

2. O acusado Ricardo Marques Paiva apresentou proposta de Termo de Compromisso, comprometendo-se a pagar à CVM o valor correspondente a R\$100.000,00 (fls. 3.545/3.546). O valor ofertado pelo acusado não guarda relação com o critério usualmente adotado para a formulação de termos em casos dessa natureza (percentagem dos prejuízos causados pelas operações irregulares), motivo pelo qual, com fundamento no critério de conveniência e oportunidade, proponho a sua rejeição.

III. PRELIMINARES

- i. *Prescrição.*

3. Afasto a alegação de prescrição invocada por muitos dos acusados, em suas duas modalidades: a quinquenal e a trienal (intercorrente), previstas respectivamente no art. 1º¹, *caput*, e §1º² da Lei nº 9.873, 1999.
4. O Colegiado já assentou o entendimento de que não há que se falar em prescrição intercorrente antes da instauração do próprio processo administrativo sancionador³. Enquanto perdurar o inquérito e até que os investigados sejam formalmente acusados por meio do Relatório de Inquérito e intimados a apresentar defesa, a Administração se sujeita apenas ao prazo quinquenal.
5. Além disso, há nos autos diversas ocorrências passíveis de serem caracterizadas como atos inequívocos que importam apuração do fato e capazes, portanto, de interromper o decurso desses cinco anos, nos termos do art. 2º, II, da Lei nº 9.873/99 (dentre outros, a Portaria CVM/SGE nº 102, de 21.07.2004, às fls. 1, e o Relatório de Inquérito, de 31.12.2008, às fls. 2.557/2.680).
6. A Alegação de que somente atos bilaterais, praticados com o conhecimento do acusado, teriam o condão de impedir o transcurso do prazo prescricional também já foi inúmeras vezes refutada por decisões deste Colegiado⁴. Se a lei se refere a "qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato", não parece razoável exigir sua comunicação aos investigados, quando muitas vezes sequer é possível identificar, com precisão, todos os potenciais sujeitos ativos do ato considerado ilícito⁵.
7. Também não houve prescrição intercorrente neste processo, uma vez que ela começa a ser contada a partir da intimação dos acusados para apresentação de defesas. O Relatório de Inquérito é de 31.12.2008. Durante o ano de 2009, os acusados foram intimados a apresentar suas defesas e, em 9.12.2009, o processo foi sorteado para a relatoria do então diretor Marcos Pinto. Em 25.01.2011, o processo foi redistribuído para minha relatoria. Desde esse momento até hoje, no entanto, ainda não se passaram três anos, o que impossibilita qualquer prescrição intercorrente.
8. Tendo em vista o exposto acima, afasto as preliminares de prescrição.

ii. Ilegitimidade passiva

9. Jorge Ribeiro dos Santos invoca preliminar de ilegitimidade passiva, sob o argumento de que ele não poderia ser acuado de prática não equitativa porque a Acusação não indicou qual teria sido sua conduta irregular, enquanto diretor responsável pela Corretora São Paulo. Segundo a defesa, isso também acarretaria na ausência de materialidade das acusações e na atipicidade da conduta do acusado. Ricardo Marques de Paiva, diretor responsável pela Bônus-Banval e Pedro Guerra, diretor responsável pela Citibank DTVM constroem preliminares similares ao ressaltarem que a Acusação não individualizou ou comprovou qualquer conduta desses acusados.
10. De acordo com as defesas, a Acusação teria imputado responsabilidade objetiva a esses diretores responsáveis e o direito administrativo sancionador possui, como regra, responsabilização subjetiva, devendo-se analisar a culpabilidade do acusado de acordo com condutas individualizadas. Para a defesa de Ricardo Marques de Paiva, isso tornaria a peça acusatória inepta.
11. Este é um debate recorrente no curso dos processos sancionadores da CVM, o qual tive a oportunidade de enfrentar, com mais vagar, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012.
12. A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm plena ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.
13. A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em

responsabilidade do diretor.

14. Por esse motivo, rejeito também a preliminar de ilegitimidade passiva.

(iii) Inépcia da peça acusatória

15. Os acusados Citibank DTVM e Pedro Guerra arguem que a peça acusatória é inepta. Isso porque as normas supostamente violadas por esses acusados (art.2º, parágrafo único, item II, combinado com o art. 9º, item II, ambos do Regulamento Anexo à Circular nº 2.616, de 1995, do Banco Central) tratam apenas do conteúdo de uma declaração a ser firmada por administradores de fundos e não estabelecem de forma clara e precisa as responsabilidades ou as sanções aplicáveis em casos de infração.
16. A falta de descrição mais precisa das condutas dos acusados também violaria a possibilidade de ampla defesa.
17. A respeito da alegação mais genérica de inépcia, considero que a Acusação reuniu satisfatoriamente elementos de materialidade e autoria para instauração deste processo administrativo sancionador, realizando a descrição das condutas omissivas e comissivas de cada um dos acusados de acordo com os fatos analisados. A meu ver, as infrações apontadas foram igualmente embasadas de maneira suficientemente coerente.
18. Mas, vale enfrentar, ainda, a suposta falta de base legal apta a ensejar, nos termos propostos pela Acusação, a condenação de Pedro Guerra e Citibank DTVM. O conteúdo da declaração mencionada pela defesa como incapaz de embasar qualquer responsabilidade é justamente o de que o Sr. Pedro Guerra aceitou expressamente ser diretor responsável pelos fundos administrados pela Citibank DTVM para responder pela gestão, supervisão e acompanhamento desses fundos, bem como pela prestação de informações a eles relativas. Conforme prevê o art. 2º do Regulamento Anexo à Circular BACEN nº 2.616/95, nesta declaração o Sr. Pedro Guerra afirma que:

"I – está ciente de suas obrigações para com o fundo;

II – é responsável, prioritariamente, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades de suspensão ou inabilitação para cargos de direção em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.⁶

19. Embora o legislador atual tenha encontrado maneiras mais diretas e didáticas de estabelecer o dever de diligência dos diretores responsáveis, não parece razoável dizer que da assinatura de tal declaração não nasce qualquer responsabilidade para o diretor responsável.⁷
20. Também não é possível dizer que as normas violadas têm uma descrição genérica da conduta indesejável e que esta característica impede que os acusados exerçam seu direito de defesa apropriadamente. O dever de diligência é um dever genérico e abrangente. Seria impossível que o legislador enumerasse todas as condutas que configuram falta de diligência. Da mesma forma, o tipo "práticas não equitativas" pode ser preenchido por diversos comportamentos diferentes. As condutas indesejáveis presentes nesses dois tipos não precisam de maiores detalhamentos na norma, basta que a Acusação seja bem sucedida em apontar um comportamento que viole tais comandos.
21. Afasto, portanto, a referida preliminar.
- iv) Incompetência.*
22. Três acusados arguíram preliminares de incompetência, com base em dois argumentos distintos.
23. Primeiro, os acusados Citibank DTVM e Pedro Guerra alegam que a competência sancionatória da CVM em relação a fundos de investimento somente teria iniciado com a edição de normas próprias, em 2004, sendo até então o Banco Central a autoridade competente para apurar eventuais infrações.
24. A CVM passou a ter competência para regular os fundos de investimento, inclusive os Fundos de Investimento Financeiro (FIFs), após a edição da Lei nº 10.303, de 2001. A competência para regular engloba a expedição de norma, a realização de fiscalização e a aplicação de sanções.

25. Na Decisão-Conjunta BACEN/CVM/Nº10/2002, os dois órgãos reguladores declararam que as normas aplicáveis aos FIFs seriam aquelas já editadas pelo BACEN, enquanto a CVM não editasse regulamentação nova sobre o tema.
26. Considerando que (i) a CVM já se encontrava munida de competência sancionatória e (ii) foi estabelecida a permanência em vigor das normas até então editadas, a CVM passou a ter competência plena para sancionar eventuais ilícitos às normas vigentes aplicáveis aos FIFs, mesmo que oriundas, como no caso destes dois acusados⁸, da regulamentação editada pelo BACEN e recepcionada pela CVM por meio da Decisão-Conjunta/BACEN/CVM/Nº10/2002. Ante ao exposto, afastou a preliminar de incompetência trazida pelos acusados Citibank DTVM e Pedro Guerra.
27. A segunda preliminar relativa à competência foi arguida por Boris Galperin. De acordo com o acusado, a Secretaria de Previdência Complementar ("SPC") teria a competência para apuração de responsabilidades de diretores estatutários de entidades fechadas de previdência complementar ("EFPC").
28. Segundo o acusado, como os atos considerados irregulares pela CVM decorreram de condutas por ele praticadas enquanto ocupava a função de diretor estatutário no Plano Telemar-Prev da Sistel, o poder de fiscalizar e punir tais condutas seria da então Secretaria de Previdência Complementar – SPC e, atualmente, da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, e não da CVM.
29. Não se questiona a competência da PREVIC para averiguar eventuais responsabilidades de dirigentes e diretores da EFPC. No entanto, o objeto do presente processo administrativo sancionador é apurar a eventual ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, cuja regulação integra a competência da CVM.
30. A mesma conduta pode sofrer investigações e penalizações por órgãos reguladores diferentes desde que constitua infrações administrativas distintas. Conforme consolidado em decisões judiciais dos tribunais superiores e nos precedentes da CVM, é perfeitamente possível a instauração de processos administrativos distintos com base nos mesmos fatos quando os objetivos salvaguardados por cada um dos órgãos reguladores são diferentes.
31. A PREVIC tem como objetivo garantir a higidez do sistema previdenciário e proteger os interesses dos beneficiários dos planos de previdência que regula. O escopo da CVM, por sua vez, quando investiga práticas não equitativas, é proteger a integridade do mercado e seus investidores.
32. A Acusação não está procurando imputar responsabilidade aos acusados na qualidade de diretores de plano de previdência, mas, sim, como participantes de operações ocorridas no mercado de valores mobiliários e possíveis integrantes de um suposto conluio para realização de práticas não equitativas. Rejeito, portanto, a referida preliminar de incompetência.
33. Por fim, como alguns argumentos apresentados como preliminares se confundem com a análise de mérito, passo a analisá-los a seguir.

IV. MÉRITO

34. O presente caso trata das chamadas "operações de seguro", por meio das quais alguém que integra o corpo funcional de uma corretora aloca negócios mais benéficos para um grupo de comitentes favorecidos, e direciona aqueles negócios menos benéficos para outros comitentes, em geral fundos de investimento exclusivos de titularidade de fundos de pensão.
35. Como já apontado pelo Colegiado em outras decisões a respeito de acusações semelhantes, o presente caso se reveste de inúmeras e relevantes dificuldades.¹⁰ A primeira e talvez mais desafiadora de todas é o fato de que cada "operação de seguro" tem suas peculiaridades. Em outras palavras, cada um desses "esquemas" é operacionalizado de forma particular e distinta. Assim, é muito difícil estabelecer os quesitos necessários para identificar tais ilícitos.
36. O que essas operações ilícitas têm em comum é a existência de um "esquema" pré-estabelecido e arranjado para a obtenção de resultados artificiais, sem o qual tais ganhos não seriam alcançados. Por isso, as características que passo a descrever são o que sabemos das operações que vimos até agora, mas não é impossível, e é até provável, que haja outros mecanismos capazes de estruturar práticas não equitativas com características distintas.

37. A segunda dificuldade, que é específica deste processo e dos casos anteriores a 2003, decorre das regras vigentes à época dos fatos (10.2002 a 10.2003), que permitiam que os negócios realizados em mercados futuros fossem atribuídos aos investidores até uma hora depois do encerramento do pregão.¹¹ Assim, ao final do dia, era possível que o intermediário, diante das operações cursadas e não especificadas, e já sabendo quais operações gerariam resultados positivos e quais gerariam resultados negativos, atribuísse sistematicamente ao grupo de comitentes favorecidos as posições ganhadoras e deixasse todas as posições perdedoras do estoque existente para os fundos de pensão.
38. Nesses casos, o primeiro indício de irregularidade é a verificação, dentro de um mesmo intermediário, de uma concentração de resultados bem melhores em determinados clientes, o grupo de comitentes beneficiados, e a canalização recorrente e deliberada de negócios piores para os clientes lesados.
39. Essa alocação de resultados melhores, de um lado, e piores, de outro gera uma segunda dificuldade. Como explicou o Diretor Otavio Yazbek, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/05, julgado em 25.6.2012, "as operações onde se vislumbra irregularidade nem mesmo têm, como contrapartes, os beneficiados e os prejudicados. Não é o fechamento do negócio que é direcionado. Assim, nesse tipo de "esquema", os participantes beneficiados e prejudicados mantêm, entre si, apenas uma relação indireta, na medida em que é aquela massa de operações existente no intermediário ao término do pregão que será distribuída entre um conjunto de clientes que os engloba.
40. Desse modo, em um dia em que o operador fez um número de negócios positivos suficiente para distribuir as melhores ordens para o grupo de beneficiados do "esquema", é possível "sobrarem" negócios ganhadores, de modo que os comitentes prejudicados também tenham resultados positivos. Da mesma forma, quando os negócios negativos forem muito numerosos, é possível que tanto os comitentes beneficiados pelo "esquema" quanto os comitentes prejudicados percam. Em um pregão no qual todos os resultados tenham sido positivos, outra estratégia possível é que o responsável pela especificação atribua negócios somente para os beneficiados do "esquema". Em outro, no qual os negócios geraram resultados negativos, ele pode escolher atribuí-los a todos os comitentes lesados.
41. Há, portanto, pregões em que os comitentes beneficiados pelo "esquema" ganham e os prejudicados perdem. Há outros pregões em que os comitentes beneficiados ganham muito e os prejudicados ganham pouco. Há pregões em que todos perdem, sendo que os comitentes beneficiados perdem menos e os prejudicados perdem mais. Há pregões de que somente os lesados participam, em geral perdendo, ou ganhando pouco. E há ainda dias em que os investidores beneficiados participam sozinhos e ganham, ou perdem pouco. Ou seja, só é possível identificar o "esquema" se os resultados forem analisados de uma maneira integrada e qualquer resultado não é muito conclusivo.
42. Assim, a mera concentração de resultados positivos em certos clientes pode não ser indício suficiente para associá-los a um "esquema" como o descrito pela Acusação do presente processo. Da mesma forma, o fato de certos clientes terem incorrido em perdas em um número não desprezível de pregões não significa que eles não podem ser beneficiários do "esquema".
43. Portanto, a existência de atuação em um número não desprezível de pregões e o resultado global desse conjunto de pregões parecem ser aspectos relevantes para a formação de um corpo probatório robusto.
44. Pelo exposto, afasto o recorrente argumento de várias defesas de que a assimetria dos ganhos obtidos pelos comitentes beneficiados e os prejuízos incorridos pelos Fundos Sistel, assim como a assimetria no número de contratos negociados, seriam evidências da inexistência das irregularidades apontadas pela Acusação.
45. Afasto também o argumento levantado por alguns comitentes de que houve pregões em que tiveram perdas e isso evidenciaria a não existência de um "esquema". Como descrito acima, os negócios atribuídos a cada ponta do "esquema" guardam uma relação meramente indireta e é possível que em um mesmo pregão todos percam ou todos ganhem. Deste modo, a ocorrência de perdas, isoladamente considerada, não se presta a neutralizar os indícios de operações de seguro.
46. O Relatório de Inquérito escolheu analisar somente pregões em que haviam operado simultaneamente um dos Fundos Sistel e, pelo menos, um dos comitentes beneficiados. Parcela significativa dos acusados, em especial aqueles com maior volume de ganhos, obteve taxas de sucesso significativas, mas não improváveis. Lucio Funaro, por exemplo, ganhou em 57% (cinquenta e sete por cento) dos pregões analisados pela Acusação. Zion Douer atuou em 19 pregões, dos quais ganhou em 13, perdeu em quatro, e teve resultados neutros em outros dois, perfazendo uma taxa de sucesso de 67%

(sessenta e sete por cento). No entanto, nenhum desses elementos, isoladamente considerado, é conclusivo para afastar a acusação de prática não equitativa.

47. Uma outra dificuldade para a comprovação da existência do "esquema" é traçar vínculos, pelo menos, entre os comitentes beneficiados e o responsável por especificar as ordens, ou alguém relacionado aos intermediários por meio dos quais tais operações acontecem.¹²
48. É fato que a Acusação, neste caso, bem como nos outros da mesma natureza analisados recentemente pelo Colegiado, pressupõe que estejam envolvidos no "esquema" também os responsáveis pelas decisões de investimento dos clientes prejudicados, os Fundos Sistel.
49. Mas é também plausível que o "esquema" possa ser estruturado de maneira que os investidores lesados não participem do conluio, ou sequer o conheçam e sejam, assim, verdadeiras vítimas dele. Basta que os intermediários (ou os seus operadores), cientes do modo como tais investidores operam, ajam beneficiando certos comitentes e prejudicando esses investidores.
50. No entanto, a despeito da dificuldade na demonstração dessas conexões, elas são importantes na construção do conjunto de indícios que levará à condenação ou absolvição.
51. Diante do exposto, passo a fazer uma avaliação individual dos vínculos e de outros indícios relativos a cada um dos comitentes beneficiados. Começo pelos acusados que operaram pela corretora Laeta – por vezes por intermédio da Fair -, de onde vieram 67% (sessenta e sete por cento) dos supostos prejuízos sofridos pelos Fundos Sistel: Lúcio Funaro, Erste Banking, José Carlos Batista, o investidor estrangeiro Allegro, Arthur Camarinha e José Carlos Romero Rodrigues.
52. Os autos contêm vários indícios de que Lúcio Funaro era amigo e sócio de Renato Galli, operador da Fair, em pelo menos três sociedades – Royster Serviços S.A., Cingualr Fomento Mercantil Ltda. e Erste Banking. Erste Banking, aliás, é uma sociedade brasileira (da qual eram sócios Lucio Funaro e Renato Galli) que auferiu expressivos ganhos nas operações analisadas por este processo (R\$3.274.504,00).
53. A Acusação também demonstrou ligações estreitas de Lúcio Funaro e Renato Galli com José Carlos Batista. Os três trabalharam juntos na corretora Agenda. Outros documentos constantes dos autos dão conta de que havia uma relação próxima entre Lúcio Funaro e José Carlos Batista, eventualmente de subordinação (fls.2.447/2.448). José Carlos Batista foi a pessoa natural que mais auferiu ganhos com o "esquema" de "operações com seguro" (R\$ 1.040.053,00). Ele se cadastrou na Laeta dois dias após Lúcio Funaro ter-se cadastrado.
54. De acordo com o depoimento de Francisco Tertuliano, diretor responsável pela Fair, Renato Galli teria sido responsável por trazer os clientes Lúcio Funaro e Erste Banking para esta Corretora (fls.1.741/1.745).
55. Os autos demonstram que Lúcio Funaro e Renato Galli possuíam, ainda, relação outro comitente que operava pela Fair e pela Laeta, o investidor estrangeiro Allegro, sociedade com sede na Holanda, segundo maior beneficiado do "esquema". Francisco Tertuliano declarou, em depoimento (fls.1.741/1.745) e em carta enviada à CVM (fls.4.237/4.240), que a sugestão de que a Fair se tornasse representante da Allegro para efeitos da legislação tributária no Brasil partiu de Lúcio Funaro e de Renato Galli, responsáveis, também, por levá-la a operar com Fair.
56. Além disso, a ficha cadastral da Allegro indicava o e-mail lfunaro@fairccv.com.br, supostamente uma conta de e-mail de Lúcio Funaro na Fair, no campo relativo ao endereço eletrônico desse cliente.¹³
57. As ligações da Allegro não se restringem aos comitentes beneficiados, pois o conjunto de indícios construído pela Acusação indica, ainda, que o investidor estrangeiro é também um dos elos que unem Funaro, Galli, Erste Banking e José Carlos Batista à Laeta. Com efeito, Sérgio Guaraciaba Martins Reinas, operador da Laeta, responsável tanto pelas ordens dos Fundos Sistel quanto pelas ordens da Allegro, era procurador da Allegro no Brasil, com poderes de representação e administração dos ativos dessa sociedade estrangeira, conforme documento junto aos autos (fls.1.785/1.788). De acordo com o depoimento de Francisco Tertuliano, o responsável pela emissão das ordens do comitente Allegro era Sérgio Guaraciaba Martins Reinas (fls. 1.741/1.745). Ademais, Renato Galli também afirmou que executava ordens para Allegro emitidas por Sérgio Guaraciaba Martins Reinas (fls. 1.555/1.560).
58. A Acusação demonstrou também que as operações investigadas eram realizadas pela filial da Fair, na

qual operava Renato Galli, que estava localizada no mesmo edifício em que se encontrava a Laeta. Em tal escritório, havia uma mesa em que clientes como Lúcio Funaro e José Carlos Batista podiam operar, e efetivamente operavam, diretamente. Segundo Francisco Tertuliano, essa filial teria sido estabelecida a pedido de Renato Galli (fls. 1.741/1.745).

59. Lúcio Funaro também tinha relações bastante próximas com a Laeta. Ele admitiu em depoimento que dispunha de privilégios operacionais em função do bom relacionamento que mantinha com César Sassoun, diretor dessa corretora. Há indícios de que seu relacionamento com tal corretora fosse até mais estreito, conforme declarou um dos acusados, Daniel Navacinsk, operador da Bônus-Banval, "(...) pelo que se sabe e ouvia no mercado, o Sr. Lúcio (Bolonha Funaro) era 'dono', ou 'sócio' da corretora Laeta" (fls. 1.756/1.759).
60. Esse conjunto significativo de ligações interpessoais, aliado às evidências de lucros sistemáticos em pregões em que os Fundos Sistel sofriam perdas reiteradas, me convencem de que os resultados não eram espontâneos ou mesmo fruto do acaso; indicam, ao contrário, a existência de um "esquema" pré-estabelecido e arranjado entre os participantes para a obtenção de resultados artificiais.
61. Por tudo isso, voto pela condenação dos acusados Erste Banking, Lúcio Funaro, Renato Galli, Allegro, Sérgio Guaraciaba Martins Reinas e José Carlos Batista, pela realização de práticas não equitativas, conforme descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979.
62. Se, por um lado, são inequívocas as relações entre os investidores acima mencionados e a Laeta, o mesmo não se pode dizer a respeito dos acusados Arthur Camarinha e José Carlos Romero Rodrigues.
63. É verdade que causam bastante estranheza os expressivos lucros em *day trades* obtidos por esses comitentes nos mesmos pregões em que pelo menos um dos Fundos Sistel sofreu prejuízo. No entanto, eles operaram em um número muito reduzido de pregões e não foram demonstrados indícios de vínculos interpessoais com quaisquer das pessoas ligadas às corretoras, ou com os Fundos Sistel, ou ainda com os demais comitentes, que pudessem corroborar as acusações constantes do Relatório de Inquérito. Por isso, voto pela absolvição desses dois acusados.
64. Pelos mesmos motivos devem ser absolvidos os seguintes comitentes que operaram pelas outras corretoras: Mauro Lança Freitas Vale, NPZ Mercantil e Zion Douer. São, no mínimo, suspeitas a coincidência de datas em que começaram a operar, a inexperiência de alguns desses acusados e a forma a que chegaram às respectivas corretoras. É ainda o suspeito o papel desempenhado por Mauro Vale ao permitir que sua conta-corrente fosse utilizada pela São Paulo para realizar pagamentos a diversas pessoas físicas e jurídicas que, alega, desconhecia. No entanto, a Acusação não obteve êxito na tarefa de demonstrar conexões do citado investidor com as corretoras, os Fundos Sistel ou os outros comitentes, tampouco há outros indícios que pudessem corroborar as imputações a ele realizadas.
65. Zion Douer, por sua vez, operou em 19 pregões, o que já é uma amostra mais robusta, com um lucro expressivo de cerca de R\$1 milhão. Mas, igualmente, a Acusação não trouxe aos autos qualquer outro indício que possa se unir a este e sustentar sua participação no "esquema". A ausência de outros indícios, somadas às informações constantes do Relatório de Inquérito no sentido de que as operações eram condizentes com o perfil de investimento do acusado, conduzem à sua absolvição.
66. Assim, não há, nos autos, a meu ver, indícios suficientemente robustos que evidenciem a participação desses comitentes no "esquema" vislumbrado pela Acusação. Por isso, voto por absolver os acusados Arthur Camarinha, José Carlos Romero Rodrigues, Mauro Lança Freitas Vale, Zion Douer e NPZ Mercantil¹⁴ quanto à imputação de terem realizado práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979.
67. Os fatos apurados pela Acusação dão conta de que as demais corretoras (Multistock, São Paulo e Bônus-Banval) tiveram um papel secundário nas operações analisadas neste caso, seja pelo número mais reduzido de operações por elas intermediadas, seja pelo menor volume financeiro nelas transacionado. Adicionalmente, a Acusação não trouxe aos autos indícios suficientemente convergentes – como feito para Laeta e para a Fair.
68. Assim, tendo em vista a falta de indícios para demonstrar que os comitentes que operavam pelas demais corretoras faziam parte do "esquema" investigado pela Acusação, voto pela absolvição das corretoras Multistock, São Paulo e Bônus-Banval, de seus respectivos diretores responsáveis: José Costa Gonçalves, Jorge Ribeiro dos Santos, Breno Fischberg, Enivaldo Quadrado e Ricardo Marques de

Paiva, bem como dos operadores Henrique Carlos Ferrão Filho, Paulo Roberto Correia Lima, Marcelo Jagoda e Daniel Navacinsk à Acusação de terem realizado práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979.

69. Uma questão mais delicada é a acusação das corretoras Laeta e Fair e seus respectivos diretores responsáveis de práticas não equitativas.
70. No que diz respeito à Fair, o ponto mais frágil da Acusação reside no fato de que, embora essa corretora tenha intermediado um número expressivo de operações, os Fundos Sistel não operavam por meio dela. O fundo Krystal até tinha cadastro na corretora, mas, realizou um único negócio no período investigado, por meio da Fair – a compra de 1000 contratos da série FEV3 em 20.12.202 (fls.2.617) – e os demais Fundos Sistel sequer cadastro tinham.
71. Dentro de um "esquema" que visaria a prejudicar os Fundos Sistel, a Fair não poderia, portanto, receber operações com resultado negativo. A ela eram distribuídas somente as operações vencedoras. Tais operações eram atribuídas aos comitentes atendidos por Renato Galli. Desta forma, há uma dúvida razoável a respeito da participação da Fair no "esquema", o que indica a absolvição.
72. Obviamente, a Fair e Francisco Tertuliano foram absolutamente omissos em relação às suas obrigações de tomar todas as medidas necessárias para o cumprimento das normas legais e regulamentares vigentes à época, bem como de supervisionar seus prepostos. Mas, este infelizmente não é o objeto da Acusação.
73. De acordo com Francisco Tertuliano, as taxas de sucesso de 88,6% a 100% obtidas pelos clientes da Fair (Erste Banking, Allegro, Lúcio Funaro e José Carlos Romero Rdrigues), eram "de fato bastante expressivas e até mesmo atípicas", no entanto, a sua preocupação e a da Fair eram "em relação às garantias e os saldos devedores que poderiam ocorrer e também quanto à liquidação daquelas operações" (fls.1.741/1.745)
74. Um responsável pela supervisão, sobretudo a supervisão de agentes do mercado financeiro, deve saber que um dos mais importantes sinais de alerta para a identificação de irregularidades é verificar a conduta dos chamados *outliers*, ou seja, daqueles agentes e produtos cujo desempenho sistematicamente se desloca da média observada no mercado. Obviamente, o desempenho muito superior à média pode estar relacionado exclusivamente à superioridade do agente ou do produto. Mas, não raro, tal sucesso se deve a práticas irregulares, menos sólidas ou à assunção de maior risco. Por isso, os diretores responsáveis e profissionais de *compliance* devem estar especialmente atentos ao *modus operandi* dos *outliers*.
75. Assim, o diretor responsável tem obrigação de acompanhar de perto a atuação dos operadores, de maneira geral, e, em especial, daqueles que têm "desempenho atípico", como era o caso de Renato Galli e os comitentes por ele atendidos. O que parece ter acontecido, neste caso, é que o desempenho diferenciado de Renato Galli e seus clientes lhe conferiu regalias e, tanto a Fair quanto seu diretor responsável, faziam "vista grossa" para o que passava na filial do Itaim.
76. Em situação semelhante se encontra a própria Laeta e, por consequência, seu diretor responsável, César Sassoun. A Laeta teria potencialmente uma visão muito mais ampla das operações consideradas irregulares.
77. Por meio da Laeta, três dos Fundos Sistel perderam, no período de um ano, somente em ajustes diários, mais de R\$9 milhões. No mesmo período, quatro clientes da Laeta, todos ligados a Lúcio Funaro, com quem a corretora tinha laços bastante estreitos, ganharam, somente em operações *day trade*, mais de R\$6 milhões.
78. Apesar de a porção do "esquema" perpetrado por meio da Laeta ser bem mais evidente, a Acusação, a meu ver, não conseguiu reunir indícios suficientes para demonstrar que algum outro membro da corretora, com exceção do operador Sérgio Guaraciaba Martins Renias, participava ativamente do conluio construído na peça acusatória.
79. Parece óbvio que operações tão volumosas, com resultados sistematicamente positivos para um de seus clientes mais próximos e negativos para os Fundos Sistel, tenham chamado a atenção da Laeta e de seus administradores, inclusive, e, principalmente, do seu diretor responsável. No entanto, encontro dificuldade para deduzir deste fato a participação ativa no conluio, ou o dolo necessário para caracterizar o ilícito de prática não equitativa.
80. Como no caso da Fair, acredito que seja plausível que a Laeta tenha simplesmente se omitido diante das ações do operador Sérgio Guaraciaba Martins Renias. Esse entendimento parece reafirmar o precedente firmado no caso Prece (Processo Sancionador CVM nº 13/05, julgado em 25.6.2012), em que somente um dos

intermediários acusados foi condenado por prática não equitativa. Em relação a esse intermediário foi demonstrado que: (i) era administrador e gestor dos fundos lesados; (ii) intermediava as operações ilícitas; e (iii) seus diretores estavam entre os comitentes beneficiados pelas operações. A prática irregular estava tão intrinsecamente arraigada no intermediário, que ficou muito claro o dolo da instituição e de seus principais executivos. No caso em análise, no entanto, somente se observou uma conduta ativa do operador Sérgio Guaraciaba Martins Reinas.

81. Embora entenda que os diretores responsáveis tinham motivos para desconfiar das práticas irregulares, acredito que o conjunto de indícios presente nos autos não conseguem demonstrar o envolvimento desses diretores e das corretoras com o "esquema".

82. Por esses fatos, embora tenham faltado com as diligência e perspicácia que se espera de um intermediário, não me parece possível condená-los por práticas não equitativas, nos termos do "esquema" apontado pela Acusação, o que exigiria conluio e dolo.

83. Ante o exposto, voto pela absolvição da Fair e de seu diretor responsável, Francisco Tertuliano, bem como da Laeta e de seu diretor responsável, César Sassoun, da acusação de terem realizado práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979.

84. Restam dois grupos de acusados. De um lado, os responsáveis "de fato" pela gestão dos Fundos Sistel, Roberto Corrêa e Boris Galperin, ambos funcionários da Sistel, acusados de realização de práticas não equitativas, nos termos da Instrução CVM nº 8, de 1979. De outro, as instituições financeiras responsáveis pela administração dos Fundos Sistel e seus respectivos diretores responsáveis: BMC DTVM e Geraldo Climério Pinheiro; Citibank e Pedro Guerra.

85. É incontroverso nos autos que Roberto Corrêa e Boris Galperin tomavam as decisões de investimento dos Fundos Sistel. Há diversos depoimentos confirmando este fato, e ademais, tal arranjo estaria consignado nos instrumentos contratuais firmados entre a Sistel e essas instituições financeiras.

86. No entanto, não foi demonstrado nenhum vínculo deles com os comitentes beneficiados, tampouco com as corretoras, seus diretores responsáveis ou operadores. Obviamente, é difícil imaginar que o montante de ajustes diários negativos não causassem qualquer espanto a administradores capazes, diligentes, experientes e afeitos às variações nos investimentos de fundos de pensão. Contudo, o processo carece de elementos que pudessem, ainda que no âmbito indiciário, demonstrar dolo dos acusados na participação do "esquema" aventado pela Acusação.

87. Sem maiores indícios nesse sentido, é realmente plausível que eles não tivessem, em princípio, envolvidos nas irregularidades praticadas, pois, como disse, o "esquema" podia ser implementado independentemente da participação pelos gestores dos fundos. Diante disso, voto pela absolvição de Roberto Corrêa e Boris Galperin da imputação de prática não equitativa.

88. Por fim, os autos estão repletos de provas que demonstram que a BMC DTVM, na qualidade de administradora do Krill e do Kol, e o Citibank DTVM, na qualidade de administrador do Krystal, não exerciam a gestão dos referidos fundos. Tal tarefa, ao contrário, sempre foi confiada à própria Fundação Sistel.

89. Não quer isso dizer, contudo, que os administradores dos Fundos Sistel não tenham qualquer responsabilidade no âmbito deste processo. É verdade que as violações que entendo terem sido cometidas pelos administradores neste caso não têm relação direta com o mérito das operações realizadas, mas, sim, com a forma como se operou a divisão entre a gestão e a administração dos Fundos Sistel.

90. Como pude analisar no PAS CVM nº 15/08¹⁵, a CVM autorizou, em 2004, que a gestão de fundos exclusivos detidos por entidades fechadas de previdência privada fosse feita pela própria entidade, desde que observada a forma prescrita pela Deliberação CVM nº 475. Dentre os requisitos impostos por essa norma, estão: (i) o requerimento de autorização perante a CVM; e (ii) o cadastro como administrador de carteira na CVM do responsável pela gestão dos investimentos.

91. Naquela oportunidade, analisei com maior detalhamento as razões que justificam ser conveniente e desejável que as estruturas de governança e as salvaguardas aplicáveis aos fundos de investimento sejam respeitadas, ainda que a gestão dos recursos investidos seja realizada pelos seus proprietários. Há questões de imputabilidade, qualidade de gestão e monitoramento de risco que são mais adequadamente preservadas quando se cumpre com os mecanismos tradicionais de governança e supervisão dos fundos de investimento. No entanto, os fatos ora analisados são anteriores àquela decisão e, por isso, elas não se aplica.

92. Em relação à acusação ora analisada, reconheço que da posição onde estavam seria difícil para a BMC DTVM e a Citibank DTVM, na qualidade de administradores, identificarem as irregularidades investigadas no presente processo. Inclusive porque presumiam que os recursos dos Fundos Sistel estavam sendo administrados no seu melhor interesse, uma vez que eram as pessoas da própria Sistel que tomavam as decisões de investimento.

93. Tendo em vista o exposto acima, proponho também a absolvição dos acusados BMC Asset Management DTVM Ltda. e Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., bem como de seus respectivos diretores, Geraldo Climério Pinheiro e Pedro Luiz Guerra.

V. CONCLUSÃO

94. Diante do exposto, e considerando ainda a situação específica de cada acusado, a gravidade das irregularidades e, no que diz respeito à dosimetria das penalidades, os mesmos parâmetros adotados no caso Prece (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2005, julgado em 25.06.2012), **voto**:

- i. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado Lúcio Bolonha Funaro à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$599.610,00, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta, na forma do inciso II, do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo;¹⁶
- ii. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado *Stockolos Avendis* EB Empreendimentos, Int. e Part. S/C Ltda. (atual denominação da *Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S/C* Ltda.) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$6.292.959,00, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta, na forma do inciso II, do art. 11 da Lei nº 6.385/76, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo;¹⁷
- iii. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado José Carlos Batista à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.128.506,00, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta, na forma do inciso II, do art. 11, da Lei nº 6.385, de 1976, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo;¹⁸
- iv. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado Allegro C.V. à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$3.279.198,00, equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos em operações intermediadas pela Laeta, na forma do inciso II, do art. 11, da Lei nº 6.285/76, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo.¹⁹
- v. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado Renato Luciano Galli à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$2.367.869,00, equivalente a 50% dos ganhos obtidos pelos clientes condenados neste processo que operaram pela Fair, repassando ordens à Laeta, na forma do inciso II, do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo;
- vi. Pela condenação, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, do acusado Sérgio Guaraciaba Martins Reinas à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 2.825.068,00, equivalente a 50% dos ganhos obtidos pelos clientes condenados neste processo que operaram Laeta, na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, combinado com o inciso III do § 1º desse mesmo artigo;
- vii. Pela absolvição, quanto à imputação de terem realizado práticas não equitativas descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8, de 1979, dos acusados (a) Mauro Lança Freitas Vale; (b) Arthur Camarinha; (c) NPZ Mercantil Consultorias e Corretora de Mercadorias Ltda.; (d) José Carlos Romero Rodrigues; (e) Zion Douer; (f) Daniel Navacinski; (g) Paulo Roberto Correia Lima; (h) Henrique Carlos Ferrão Filho; (i) Marcelo Jagoda; (j) César Sassoun; (k) Breno Fischberg; (l) Enivaldo Quadrado; (m) Jorge Ribeiro dos Santos; (n) José Costa Gonçalves; (o) Francisco Augusto Tertuliano;

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

DIRETOR

Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2004 realizada no dia 06 de dezembro de 2012.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora e endosso, por estar totalmente de acordo com os seus comentários, as palavras do Diretor Roberto Tadeu.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

DIRETORA

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/04 realizada no dia 06 de dezembro de 2012.

Eu também acompanho o voto da Relatora, bem como endosso em sua totalidade os comentários feitos pelo Diretor Roberto Tadeu.

Proclamo então o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela aplicação de penalidades de multas pecuniárias individuais e absolvições, nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro esta sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao mesmo Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE