

**Acusados:**

Abílio Nascimento Neto  
 Adalto Carmona Cortes  
 Banco BRJ S.A.  
 Banco Schahin S.A. (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.)  
 Bruno Grain de Oliveira Rodrigues  
 Carlos Eduardo Carneiro Lemos  
 Carlo Eduardo Schahin  
 Carolyne Moura Munhoz  
 Christian de Almeida Rego  
 Cristiano Costa Beber  
 Eduardo Cunha Telles  
 Eric Davy Bello  
 Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo  
 Fernando Suzuki  
 Hélio Castilho Martins  
 Horácio Pires Adão  
 Industrial do Brasil DTVM Ltda.  
 João Carlos Seabra da Cruz  
 Jorge Ribeiro dos Santos  
 Luis Alberto Siso  
 Luiz Augusto de Queiroz  
 Murillo de Almeida Rego  
 Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.  
 Paulo Roberto Almeida Figueiredo  
 Renato Lima Silva  
 Ricardo Siqueira Rodrigues  
 Rodrigo Bezerra de Melo Paraense  
 Rogéria Costa Beber  
 Sandro Rogério Lima Belo  
 São Paulo Corretora de Valores S.A. – em liquidação extrajudicial  
 Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.

**Ementa:** realização de práticas não equitativas e operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários – falta de diligência no cumprimento e na execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes – permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral – permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a autorização expressa de cliente – não identificação na ficha cadastral de pessoa vinculada à corretora – falta de diligência na administração e na gestão de carteira de fundo de investimento.  
Multas pecuniárias e absolvições.

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

1. **Preliminarmente**, rejeitar, por entender que não merecem acolhidas, as arguições, por parte dos defendentes, de (i) nulidade do processo; (ii) impedimento do Diretor-relator; (iii) prescrição da ação punitiva por parte da administração pública; (iv) violação dos princípios da ampla defesa, do contraditório e do devido processo legal; (v) inadmissibilidade do uso de prova emprestada; (vi) comprovação prévia de conduta dolosa específica dos acusados como pressuposto para a aplicação de penalidades; e

2. **No mérito:**

2.1 – **Absolver a Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.** e seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Fernando Suzuki**; a **São Paulo Corretora de Valores S.A.** – em liquidação extrajudicial e seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Jorge Ribeiro dos Santos**; e a **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.** das imputações de: (a) infração ao disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004), por negligenciarem, ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas, ou reespecificadas, permitindo a ocorrência dos ilícitos apurados; e (b) infração ao disposto no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004), ao permitirem que as ordens de negociação da cliente Rogéria Costa Beber fossem dadas por seu companheiro, Murillo de Almeida Rego, sem sua autorização expressa.

2.2 – **Condenar a São Paulo Corretora de Valores S.A.** – em liquidação extrajudicial e seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Jorge Ribeiro dos Santos**, quanto às seguintes imputações: (a) infração ao disposto no art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no art. 9º da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004), ao permitirem que o Banco BRJ S.A., o Zircônio e a Refer operassem no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral, **à penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo; e (b) infração ao disposto no inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004), pela não identificação de pessoa vinculada em ficha cadastral, **à penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo.

2.3 – **Absolver Hélio Castilho Martins** da imputação de, na qualidade de operador e gerente responsável pela mesa de operações da filial do Rio de Janeiro da Corretora São Paulo à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2.4 – **Condenar Luis Alberto Siso**, quanto à imputação de, na qualidade de gerente da mesa de operações da Corretora Schahin à época dos fatos, ter participado na realização de práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.871.268,00**

(um milhão, oitocentos e setenta e um mil, duzentos e sessenta e oito reais), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;

2.5 – **Condenar Ricardo Siqueira Rodrigues** quanto às seguintes imputações: (a) **na qualidade de operador responsável pela filial da Corretora Novinvest no Rio de Janeiro** à época dos fatos, ter participado da realização de práticas não equitativas e de operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 614.382,50** (seiscentos e quatorze mil, trezentos e oitenta e dois reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo; e (b) **na qualidade de investidor**, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela Corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 444.852,00** (quatrocentos e quarenta e quatro mil, oitocentos e cinquenta e dois reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;

2.6 – **Condenar Rodrigo Bezerra de Melo Paraense** quanto às seguintes imputações: (a) **na qualidade de operador** da Corretora São Paulo à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 319.381,50** (trezentos e dezanove mil, trezentos e oitenta e um reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo; e (b) **na qualidade de investidor**, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela corretora São Paulo, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 146.122,00** (cento e quarenta e seis mil, cento e vinte e dois reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.7 – **Condenar o Banco BRJ S.A.**, quanto à imputação de, **na qualidade de investidor**, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela corretora São Paulo, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.016.266,00** (um milhão, dezesseis mil e duzentos e sessenta e seis reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.8 – **Absolver Luiz Augusto de Queiroz** da imputação de, na qualidade de Diretor responsável do Banco BRJ S.A. à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas pelo Banco, conforme descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2. – **Condenar o Banco Schahin S.A.** (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.) quanto à imputação de, **na qualidade de investidor**, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela Corretora Schahin, configurando práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 6.350.244,00** (seis milhões, trezentos e cinquenta mil, duzentos e quarenta e quatro reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.10 – **Absolver Carlos Eduardo Schahin** da imputação de, na qualidade de Diretor responsável do Banco Schahin S.A. à época dos fatos, ter participado na realização de práticas não equitativas pelo Banco, conforme descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2.11 – **Condenar Carlos Eduardo Carneiro Lemos**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela Corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 624.147,00** (seiscentos e vinte e quatro mil, cento e quarenta e sete reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;

2.12 – **Condenar Christian de Almeida Rego**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Schahin, configurando-se práticas não equitativas, descritas respectivamente nas alíneas "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 226.101,00** (duzentos e vinte e seis mil e cento e um reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;

2.13 – **Condenar Cristiano Costa Beber**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pelas corretoras Novinvest e São Paulo, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 516.585,00** (quinhentos e dezesseis mil e quinhentos e oitenta e cinco reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;

2.14 – **Condenar Eric Davy Bello**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 612.824,00** (seiscentos e doze mil, oitocentos e vinte e quatro reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.15 – **Condenar João Carlos Seabra da Cruz**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 499.258,00** (quatrocentos e noventa e nove mil, duzentos e cinquenta e oito reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.16 – **Condenar Renato Lima Silva**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da BM&F, intermediadas pela Corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 218.100,00** (duzentos e dezoito mil e cem reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;

2.17 – **Absolver Renato Lima Silva** da imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela Corretora Novinvest, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2.18 – **Condenar Rogéria Costa Beber**, quanto à imputação de, na qualidade de investidora, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pelas corretoras Novinvest, São Paulo e Schahin, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 2.418.321,00** (dois milhões, quatrocentos e dezoito mil, trezentos e vinte e um reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes da acusada;

2.19 – **Condenar Murillo de Almeida Rego**, quanto à imputação de ter realizado operações irregulares em nome de Rogéria Costa Beber, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00** (quinhentos mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo;

2.20 – **Absolver Horácio Pires Adão** da imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da BM&F, intermediadas pela Corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2.21 – **Absolver Sandro Rogério Lima Belo** da imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

2.22 – **Condenar Bruno Grain de Oliveira Rodrigues**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.342.522,50** (um milhão, trezentos e quarenta e dois mil, quinhentos e vinte e dois reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares em nome da Fundação Rede Ferroviária Federal – REFER, realizadas na BM&F e intermediadas pelas corretoras Schahin e Novinvest durante o período em que o acusado era Gerente de Investimentos da fundação, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;

2.23 – **Absolver Adalto Carmona Cortes** quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome da REFER, realizadas na BM&F e na Bovespa, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Diretor Financeiro da fundação;

2.24 – **Absolver Eduardo Cunha Telles** da imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome da REFER, realizadas na BM&F e na Bovespa, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Coordenador de Investimentos e Diretor Financeiro da fundação;

2.25 – **Condenar Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas

"d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 3.703.520,00** (três milhões, setecentos e três mil e quinhentos e vinte reais), equivalente a 50% do valor das operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Nucleos Instituto de Seguridade Social, realizadas na BM&F e intermediadas pelas corretoras Schahin e Novinvest durante o período em que a acusada era Gerente Financeira da fundação, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;

2.26 – **Absolver Paulo Roberto Almeida Figueiredo** da imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Nucleos, realizadas na Bovespa e na BM&F, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Presidente da fundação;

2.27 – **Absolver a Industrial do Brasil DTVM Ltda. e** seu Diretor responsável por prestação de serviços de administração de carteiras, **Abílio Nascimento Neto**, da imputação de infração ao disposto no inciso II do art. 14 da Instrução CVM n.º 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM n.º 302/99, ao não empregarem a devida diligência na defesa dos direitos do Nucleos, cotista exclusivo do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, sob sua administração;

2.28 – **Absolver Abílio Nascimento Neto e Carolyne Moura Munhoz** da imputação de terem realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Nucleos, realizadas na Bovespa e na BM&F, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que eram, respectivamente, Diretor responsável por prestação de serviços de administração de carteiras da Industrial do Brasil DTVM e funcionária do Banco Industrial.

Por fim, o Colegiado da CVM determinou a comunicação do resultado da Sessão de julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 71/2010, bem como à Previc, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 72/2010, para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

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 n.º 538, de 05 de março de 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.

Proferiram suas respectivas defesas orais os seguintes advogados.

*Antonio Carlos Verzola*, representante do acusados Banco Schahin S.A (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.); Fernando Suzuki; Carlos Eduardo Schahin; Luis Alberto Siso; Novinvest CVM Ltda.; Ricardo Siqueira Rodrigues; e Schahin Cury CCVM, atual Schahin CCVM S.A.

*Glória Maria Cunha de Macedo Soares Porchat*, representante dos acusados Abílio Nascimento Neto; Banco BRJ S.A.; Carolyne Moura Munhoz; Industrial do Brasil DTVM Ltda. e Luiz Augusto de Queiroz;

*Luciano Alvarenga Cardoso*, representante do acusado Adalto Carmona Cortes.

*João Carlos Castellar*, representando o acusado Sandro Rogério Lima Belo.

*Guilherme Valdetaro Mathias*, representante do acusado Bruno Grain de Oliveira Rodrigues;

Também presente o advogado *José Maurício Ferreira Mourão*, representante dos acusados Murillo de Almeida Rego e Rogéria Costa Beber, que optou por não fazer defesa oral.

Presente o acusado Ricardo Siqueira Rodrigues, a quem foi dada a palavra para, em sua própria defesa, acrescentar algumas considerações à defesa oral feita por seu advogado.

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

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

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2012.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 30/2005

##### Acusados:

Abílio Nascimento Neto  
Adalto Carmona Cortes  
Banco BRJ S.A.  
Banco Schahin S.A. (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.)  
Bruno Grain de Oliveira Rodrigues  
Carlos Eduardo Carneiro Lemos  
Carlos Eduardo Schahin  
Carolyne Moura Munhoz  
Christian de Almeida Rego  
Cristiano Costa Beber  
Eduardo Cunha Telles  
Eric Davy Bello  
Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo  
Fernando Suzuki  
Hélio Castilho Martins  
Horácio Pires Adão  
Industrial do Brasil DTVM Ltda.  
João Carlos Seabra da Cruz  
Jorge Ribeiro dos Santos  
Luis Alberto Siso  
Luiz Augusto de Queiroz  
Murillo de Almeida Rego

Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.

Paulo Roberto Almeida Figueiredo

Renato Lima Silva

Ricardo Siqueira Rodrigues

Rodrigo Bezerra de Melo Paraense

Rogéria Costa Beber

Sandro Rogério Lima Belo

São Paulo Corretora de Valores S.A. – em liquidação extrajudicial

Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.

**Assunto:** Realização de práticas não equitativas e de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários (infração ao inciso II, alíneas "d" e "c", da Instrução CVM nº 08/79), falta de diligência no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes (infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 e ao art. 3º da Instrução CVM nº 387/03), permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral (infração ao art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao art. 9º da Instrução CVM nº 387/03), permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a autorização expressa de cliente (infração ao inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03), não identificação na ficha cadastral de pessoa vinculada à corretora (infração ao inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03), falta de diligência na administração e gestão de carteira de fundo de investimento (infração ao inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM nº 302/99).

Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

## Relatório

### I - Origem e objeto

1. A apuração das irregularidades tratadas no presente processo administrativo sancionador ("PAS") teve origem em denúncia formulada pela diretoria da Fundação Rede Ferroviária de Seguridade Social ("Refer"), a respeito de operações realizadas no período de 01.09.03 a 31.03.04 que teriam gerado prejuízos à fundação, bem como em relatório da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, que indicava que no período de 16.10.03 a 07.04.04 investidores realizaram operações *day trade* com lucros expressivos em detrimento da Refer e do Zircônio Fundo de Investimentos em Ações NUC<sup>1</sup> ("Zircônio"), fundo exclusivo do Nucleos Instituto de Seguridade Social ("Nucleos").

2. Após investigações preliminares realizadas pela área de fiscalização externa da CVM<sup>2</sup>, em 14.12.05, foi instaurado o Inquérito Administrativo CVM nº 30/2005<sup>3</sup> com a finalidade de apurar a "eventual ocorrência de irregularidades em negócios com opções e índice futuro – Bovespa, nos anos de 2003 e 2004, realizados por pessoas físicas e jurídicas em prejuízo da Fundação Rede Ferroviária Federal – Refer, com escopo de trabalho acrescentado em 11.09.06, para também apurar eventuais irregularidades em negócios realizados em operações *day trade* nos mercados à vista e de opções de ações por determinados clientes, em prejuízo do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC". (Relatório da Comissão de Inquérito e anexos às fls.7428/7627)

### II - O esquema

3. O esquema apurado pela Comissão de Inquérito consistia na utilização de procedimentos que visavam alterar o processamento natural das ordens de negociação e permitir o direcionamento na distribuição dos negócios em favor de determinados clientes de corretoras ("Comitentes Beneficiários") e em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio (em conjunto "Fundações"), no âmbito das instituições intermediárias Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. ("Schahin"), Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. ("Novinvest") e São Paulo Corretora de Valores S.A.<sup>4</sup> ("São Paulo").

4. Nessa dinâmica operacional, os Comitentes Beneficiários operavam com a certeza de que as Fundações "assumiriam" as ordens de negociação perdedoras, garantindo assim que apenas as operações que pudessem ser utilizadas para fechar *day trades* com resultado positivo lhes seriam direcionadas. Portanto, a Refer e o Fundo Zircônio eram utilizados pelas corretoras para darem respaldo na forma de um "seguro" contra eventuais prejuízos nas operações dos Comitentes Beneficiários.

5. Vale destacar que os normativos vigentes no período investigado, setembro de 2003 a abril de 2004<sup>5</sup>, impediam as Fundações de realizar *day trade* no mercado de valores mobiliários, de forma que todos os seus negócios foram direcionais, isto é, ao fim de cada pregão restava uma posição de compra ou venda líquida. É certo que as Fundações não negociavam todos os dias, mas mantinham certa frequência de atuação no período analisado, coincidindo com as épocas de atuação nas quais os Comitentes Beneficiários obtiveram as maiores taxas de sucesso<sup>6</sup>.

6. Nesse tocante, no parágrafo 144 do relatório de acusação consta que os prejuízos experimentados pela Refer e pelo Fundo Zircônio "não dizem respeito à sua atuação na contraparte dos comitentes beneficiados, o que equivale a dizer que o prejuízo dos lesados de um lado não será igual à vantagem obtida pelos participantes do esquema de outro lado, pois é característica do próprio *modus operandi* do esquema de 'operações com seguro' que a atuação dos institucionais somente se dá em momentos específicos, para 'assumir' a função de 'seguro' das operações realizadas em circunstâncias nas quais se verificou baixa nas cotações dos ativos negociados."

7. Nos termos do que está descrito no parágrafo 46 da peça acusatória, o esquema possuía as seguintes características:

- a. Os Comitentes Beneficiários operavam na BM&F (Ibovespa futuro) e/ou na Bovespa (opções) no mesmo período e com os mesmos ativos negociados pelas Fundações, fechando *day trades* quase sempre lucrativos;
- b. Quando as cotações dos ativos subiam e os primeiros negócios executados no dia pela corretora eram de compra; ou quando as cotações caíam e os primeiros negócios eram de venda, o *day trade* era fechado com êxito e nenhum desses negócios era especificado em nome da Refer ou do Zircônio. Caso o mercado não se comportasse dessa forma, os negócios eram especificados para as Fundações. Portanto, só havia ordens de negociação especificadas para as Fundações quando a estratégia operacional adotada pelos Comitentes Beneficiários no início do pregão não lhes era favorável, significando que a revenda (no primeiro caso) ou a recompra (no segundo caso) teria que ser feita com prejuízo, impossibilitando que os *day trades* tivessem sucesso. Tal forma de agir justifica o fato de as Fundações não atuarem em determinados pregões<sup>7</sup>;
- c. O sucesso do esquema foi possível porque as especificações dos comitentes finais, na BM&F, eram feitas após o final do pregão ou até o final das "janelas" de especificação<sup>8</sup>, a depender da época da realização do negócio, ou, no caso da Bovespa, com a utilização indiscriminada do código de "cliente 0";
- d. Os Comitentes Beneficiários paravam de operar ou não mais obtinham Ajustes do Dia<sup>9</sup> positivos com o mesmo grau de sucesso, quando a Refer ou o Zircônio deixavam de atuar.

8. No entender da Comissão de Inquérito, quando o mecanismo utilizado para fraudar o processamento normal das ordens foi a reespecificação entre comitentes, restaria configurada a realização de operação fraudulenta, conforme conceituada no inciso II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79:

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

9. A reespecificação entre comitentes obedecia à seguinte dinâmica operacional: (i) as ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e, a seguir, eram especificadas para um comitente "provisório" e somente após reespecificadas para os comitentes finais; ou (ii) as ordens eram abertas com a especificação de um comitente "provisório" e depois reespecificadas para o comitente final.

10. Identificada essa dinâmica operacional, foram consideradas pela Comissão de Inquérito, na formulação da acusação de realização de operação fraudulenta, todas as operações *day trade* realizadas pelos Comitentes Beneficiários no mercado de opções da Bovespa, intermediadas pelas corretoras Novinvest e São Paulo, conforme irei expor mais adiante.

11. Por sua vez, em relação às operações em que não foi possível comprovar a reespecificação entre comitentes, a Comissão de Inquérito concluiu que restaria configurada a realização de prática não equitativa, conforme conceituada no inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79:

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

12. Nesta hipótese, adotava-se a seguinte dinâmica operacional: (i) nos negócios executados na Bovespa, as ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e, a seguir, eram especificadas para os comitentes finais; ou (ii) em se tratando dos negócios executados na BM&F, as ordens eram especificadas diretamente para o comitente final posteriormente à execução da ordem<sup>10</sup>.

13. Constatada a ocorrência dessa dinâmica operacional, a Comissão de Inquérito considerou na formulação da acusação de realização de prática não equitativa todas as operações realizadas pelos Comitentes Beneficiários nos mesmos pregões em que também atuaram a Refer e/ou o Zircônio, intermediadas pela corretora Novinvest (com Ibovespa futuro na BM&F) e pela corretora Schahin (com Ibovespa futuro na BM&F e opções na Bovespa), conforme demonstrarei mais adiante.

### III - As imputações

14. Para um melhor entendimento acerca da participação de cada acusado no esquema acima relatado, optei por dividi-los em três grupos, a saber: Intermediários, Comitentes Beneficiários e Gestores da Refer, do Núcleo e do Zircônio.

#### III.A. Intermediários

15. Como já exposto acima, segundo a Comissão de Inquérito, a análise das operações dos Comitentes Beneficiários comprovou que as perdas experimentadas pelas Fundações (Ajustes do Dia negativos na BM&F e operações na Bovespa a preços piores que aqueles especificados para os Comitentes Beneficiários) foram fruto de um esquema urdido dentro das corretoras Novinvest, Schahin e São Paulo, mediante a utilização de procedimentos operacionais que alteraram o processamento natural das ordens de negociação e permitiram o direcionamento na distribuição dos negócios. Tratarei da conduta de cada uma delas a seguir.

##### III.A.1. Corretora Novinvest e Ricardo Siqueira Rodrigues

16. Dos treze Comitentes Beneficiários, nove<sup>11</sup> operaram pela corretora Novinvest e auferiram o ganho total de R\$1.516.449,00 (R\$408.599,00 na Bovespa e R\$1.107.850,00 na BM&F). Faz parte desse grupo o assessor e responsável pela filial da corretora no Rio de Janeiro, Ricardo Siqueira Rodrigues, que também operou em nome próprio (sua atuação como investidor será tratada adiante no grupo "Comitentes Beneficiários"). No âmbito dessa corretora, o esquema teria sido perpetrado tanto em operações realizadas na Bovespa (opções de ações) como em operações realizadas na BM&F (Ibovespa futuro).

17. A partir da análise dos negócios intermediados pela Novinvest e realizados na BM&F pelos nove Comitentes Beneficiários e pelas Fundações, a Comissão de Inquérito constatou que:

- Na BM&F, até o final de dezembro de 2003, as ordens podiam ser especificadas para todos os tipos de clientes no final do dia, o que facilitava o direcionamento na distribuição dos negócios. A partir de janeiro de 2004, o padrão de comportamento dos Comitentes Beneficiários teve que ser alterado devido à entrada em vigor do sistema de janelas, isto é, todos se viram obrigados a concluir seus day trades mais rapidamente, até o horário limite para especificação da operação anterior dentro de cada "janela" (uma hora depois do término do horário de execução do negócio);
- Normalmente, as ordens de compra e venda dos Comitentes Beneficiários eram abertas simultaneamente, sem especificação de comitente, e executadas até o limite das "janelas" de especificação e, coincidentemente, sempre no mesmo intervalo de tempo, como se atuassem conjuntamente. Além disso, nenhum deles apostava em direção oposta a dos demais;
- Os Comitentes Beneficiários, quando decidiam negociar grandes lotes de contratos, segmentavam os lotes em várias ordens, de forma a facilitar a posterior distribuição entre eles;
- Alguns day trades eram executados em ordem inversa à da efetiva abertura das ordens de negociação, como por exemplo, o primeiro day trade ordenado foi de compra e o segundo de venda, mas na execução, contrariamente a essa ordem, o primeiro foi de venda e o segundo de compra;
- O registro de abertura das ordens de negociação era feito, via de regra, já após a sua execução; e
- Os melhores negócios eram atribuídos aos Comitentes Beneficiários mediante a alteração do processamento natural das ordens de negociação, em detrimento da Refer e do Zircônio.

18. Quanto às operações realizadas na Bovespa, apurou-se que:

- As ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e, a seguir, eram na sua maior parte especificadas para Ricardo Siqueira Rodrigues (assessor e responsável pela filial da corretora no Rio de Janeiro) ou para outro cliente, inclusive as próprias Fundações, e posteriormente reespecificadas para os comitentes finais;
- As reespecificações eram realizadas frequentemente sem qualquer justificativa plausível, em total afronta às regras constantes do Regulamento de Operações da Bovespa, vigente à época, que só permitia alterações nas ordens de negociação decorrentes de "erro operacional";
- A existência de ordens, em que os horários de sua reespecificação são anteriores ao da sua abertura;
- Da mesma forma como procediam nas operações realizadas na BM&F, os Comitentes Beneficiários, quando decidiam negociar grandes lotes, segmentavam em várias ordens a quantidade a ser negociada, de forma a facilitar a posterior distribuição entre eles; e
- Os melhores negócios eram atribuídos aos Comitentes Beneficiários, mediante a alteração do processamento natural das ordens, em detrimento da Refer e do Zircônio.

19. Segundo a acusação, Ricardo Siqueira Rodrigues de alguma forma participou ativamente das operações dos Comitentes Beneficiários clientes da Novinvest, ou porque era o principal contato deles na corretora, ou por ter "captado" o cliente ou ainda por existirem vários negócios especificados inicialmente em seu nome e depois reespecificados ao cliente final.

20. A Comissão de Inquérito concluiu que a corretora Novinvest negligenciou ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou reespecificadas, o que permitiu a ocorrência dos ilícitos apurados, e por esta razão propõe que ela seja responsabilizada por falta de probidade na condução de suas atividades e de zelo pela integridade do mercado, bem como falta de diligência no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes, não tendo assegurado tratamento equitativo de seus clientes, não atentando, dessa forma, para as regras de conduta e atuação estabelecidas pelas bolsas, tomando por base o previsto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/04<sup>12</sup> (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03<sup>13</sup> (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004).

21. Além disso, a Comissão de Inquérito apurou que a corretora Novinvest teria permitido que as ordens de negociação de sua cliente Rogéria Costa Beber fossem dadas por seu companheiro, Murillo de Almeida Rego, sem sua autorização expressa, em infração ao disposto no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220, de 15.09.94<sup>14</sup> (para operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387, de 28.04.03<sup>15</sup> (para operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004).

22. Cumpre mencionar que o diretor da Novinvest responsável por operações em bolsa à época dos fatos faleceu no ano de 2005, não sendo possível, portanto, imputar-lhe responsabilidade pelas irregularidades ora descritas.

23. Quanto a Ricardo Siqueira Rodrigues, a Comissão de Inquérito concluiu que deveria ser responsabilizado por prática não equitativa e por operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alíneas "d" e "c", respectivamente, da Instrução CVM nº 08/79, na qualidade de investidor e operador responsável pela filial do Rio de Janeiro da corretora Novinvest à época dos fatos, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de desígnios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados.

##### III.A.2. Corretora Schahin, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso

24. Dos treze Comitentes Beneficiários, três<sup>16</sup> operaram pela corretora Schahin e auferiram o ganho total de R\$3.742.536,00 (R\$1.166.736,00 na Bovespa e R\$2.575.800,00 na BM&F). Faz parte desse grupo o Banco Schahin S.A.<sup>17</sup>, cuja atuação como investidor será tratada adiante no grupo "Comitentes Beneficiários".

25. No âmbito da Schahin, a exemplo do que se verificou na Novinvest, o esquema foi perpetrado tanto em operações realizadas na Bovespa com opções, como em operações realizadas na BM&F com Ibovespa futuro. Apurou-se que a Schahin abria as ordens sem especificação de comitente, todas elas consignando uma grande quantidade de ativos a serem negociados, mas sem a definição do cliente titular da ordem ou mesmo se seriam executadas, artifício que facilitava o direcionamento na distribuição dos negócios.

26. Ademais, apurou-se que Rogéria Costa Beber cadastrou-se na Schahin, em 21.11.03, e Christian de Almeida Rego, em 22.10.03, ou seja, em um período relativamente muito próximo ao que a Refer começou a operar na corretora, em fevereiro de 2004.

27. Destaca-se ainda, segundo se infere dos depoimentos obtidos, que as ordens dos clientes Refer, Zircônio, Rogéria Costa Beber e Christian de Almeida Rego eram recepcionadas pelo gerente de mesa da Schahin, Luis Alberto Siso, que se desligou da corretora, em 15.05.04, após discussão com o diretor Fernando Suzuki<sup>18</sup>.

28. A partir da análise dos negócios intermediados pela Schahin e realizados na BM&F pelos três Comitentes Beneficiários e pelas Fundações, constatou-se que:

- As ordens de compra e venda eram abertas após o início de sua execução, e a distribuição dos negócios era efetuada quando já eram conhecidos os resultados das operações, e a especificação do comitente era realizada a posteriori, sempre em benefício dos Comitentes Beneficiários e em detrimento da Refer e do Zircônio;

- b. Os preços médios dos negócios dos Comitentes Beneficiários eram, via de regra, melhores que aqueles especificados para o Zircônio e para a Refer; e
- c. Foram abertas ordens para o Banco Schahin, de compra e de venda, no mesmo horário, sem especificação da quantidade de ativos a ser negociada, e que não foram executadas.

29. Quanto às operações realizadas na Bovespa, apurou-se que:

- a. As ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e normalmente a quantidade de ativos registrada era muito maior do que era efetivamente negociado;
- b. Várias ordens com lotes expressivos (por exemplo, 500.000.000 e 900.000.000 opções) eram registradas mas nenhuma era executada;
- c. Os preços médios dos negócios dos Comitentes Beneficiários eram, via de regra, melhores que aqueles especificados para o Zircônio e para a Refer;
- d. Novas ordens eram abertas mesmo quando havia, para os mesmos clientes, ordens não totalmente executadas; e
- e. As ordens de compra e venda eram abertas após o início de sua execução, e a distribuição dos negócios ocorria quando já eram conhecidos os resultados das operações, e a especificação do comitente era realizada a posteriori, sempre em benefício dos Comitentes Beneficiários e em detrimento da Refer e do Zircônio.

30. Diante de tais evidências, a Comissão de Inquérito concluiu que a Schahin negligenciou ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou reespecificadas, o que permitiu a ocorrência dos ilícitos apurados.

31. Assim, pelas mesmas razões atribuídas à Novinvest, propõe a responsabilização da corretora Schahin e de seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, Sr. Fernando Suzuki, por infração ao disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004).

32. Além disso, apurou-se que a corretora Schahin teria permitido que as ordens de negociação de sua cliente Rogéria Costa Beber fossem dadas por seu companheiro, Murillo de Almeida Rego, sem sua autorização expressa, razão pela qual propõe a responsabilização da corretora e de seu diretor Fernando Suzuki por infração ao disposto no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004).

33. Luis Alberto Siso, por sua vez, foi acusado de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79, na qualidade de gerente da mesa de operações da corretora Schahin à época dos fatos, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em conjunto de desígnios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados.

### III.A.3. Corretora São Paulo, Jorge Ribeiro dos Santos, Rodrigo Bezerra de Melo Paraense e Hélio Castilho Martins

34. Dos treze Comitentes Beneficiários, quatro<sup>19</sup> operaram pela corretora São Paulo e auferiram o ganho total de R\$736.137,00. Faz parte desse grupo o operador e gerente de mesa da corretora, Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, que também operou em nome próprio e cuja atuação como investidor será tratada adiante no grupo Comitentes Beneficiários.

35. Diferentemente do verificado nas corretoras Novinvest e Schahin, na corretora São Paulo o esquema teria sido perpetrado somente em operações realizadas na Bovespa<sup>20</sup>, com opções, e nela se constatou o seguinte:

- a. As ordens de negociação eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial o código de "cliente 0", e posteriormente especificadas diretamente para o comitente final, mas, por vezes, a reespecificação passava por outros comitentes "provisórios";
- b. As ordens eram sempre reespecificadas para um determinado grupo de clientes da corretora, entre eles a Refer;
- c. No caso da Refer, as especificações "provisórias" feitas em seu nome acabaram por configurar a realização de eventuais day trades, operação que lhe era vedado realizar. Posteriormente, tais ordens de negociação eram reespecificadas em benefício dos Comitentes Beneficiários e em detrimento da Refer e do Zircônio; e
- d. Os preços médios dos negócios dos Comitentes Beneficiários eram, via de regra, melhores que aqueles especificados para o Zircônio e para a Refer.

36. Segundo Jorge Ribeiro dos Santos, Diretor Responsável pela São Paulo, a Refer e o Zircônio tornaram-se clientes da corretora por intermédio do agente autônomo Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, que na época trabalhava na filial do Rio de Janeiro, coordenada por Hélio Castilho, também agente autônomo. Rodrigo Bezerra, nos termos da peça acusatória, seria o operador responsável pela execução das ordens dos Comitentes Beneficiários<sup>21</sup> e Hélio Castilho seria o responsável "informal" pelo gerenciamento das operações da corretora no Rio de Janeiro.

37. A Comissão de Inquérito destacou, contudo, que os depoimentos das pessoas ligadas à São Paulo mostraram-se contraditórios, mas concluiu que o relacionamento entre a corretora e os operadores era informal, inclusive existem ações tramitando na justiça do trabalho movidas pelos operadores contra a corretora.

38. A acusação concluiu que a corretora São Paulo negligenciou ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou reespecificadas, o que permitiu a ocorrência dos ilícitos apurados e propõe a responsabilização da corretora São Paulo e de seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, Sr. Jorge Ribeiro dos Santos, por infração ao disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações com opções na Bovespa realizadas no ano de 2004).

39. Além disso, a Comissão de Inquérito apurou as seguintes irregularidades cometidas pela corretora São Paulo e seu diretor Jorge Ribeiro dos Santos:

- a. Permitiram que as ordens de negociação da cliente Rogéria Costa Beber fossem dadas por seu companheiro, Murillo de Almeida Rego, sem sua autorização expressa, em infração ao disposto no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções na Bovespa realizadas no ano de 2004);
- b. Permitiram que o Banco BRJ S.A., o Zircônio e a Refer operassem no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral, não atentando para as disposições previstas no art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no art. 9º da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004); e
- c. Pelo incorreto preenchimento da ficha cadastral de seu operador Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, ao não incluir sua identificação como pessoa vinculada à corretora, não atentando para as disposições previstas no inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004).

40. Por seu turno, Rodrigo Bezerra foi acusado pela realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79, na qualidade de investidor e operador da corretora São Paulo à época dos fatos, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em conjunto de desígnios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados.

41. Hélio Castilho Martins também foi acusado pela realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79, na qualidade de operador e gerente responsável pela mesa de operações da filial do Rio de Janeiro da corretora São Paulo à época dos fatos, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em conjunto de desígnios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados.

### III.B. Comitentes Beneficiários

42. De maneira a facilitar a compreensão da participação dos Comitentes Beneficiários no esquema, elaborei a tabela anexa ao presente relatório (Anexo I). Nela estão elencados cada um dos Comitentes Beneficiários, as características das operações por eles realizadas, tanto na Bovespa (opções) como na BM&F (Ibovespa), os ganhos auferidos em cada mercado e as taxas de sucesso obtidas<sup>22</sup>. As operações foram ainda segregadas por intermediário (Novinvest, Schahin e São Paulo), para melhor compreensão da lógica adotada pela acusação, contendo, por vezes, observações específicas sobre a conduta do Comitente Beneficiário e os diversos inter-relacionamentos entre os acusados.

43. Seguindo a lógica adotada pela Comissão de Inquérito, exposta na seção II deste relatório, foram acusados pela realização de **operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários**, de acordo com os itens I e II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79, os Comitentes Beneficiários que efetuaram as operações tidas como irregulares no âmbito da **Bovespa**, intermediadas pelas corretoras **Novinvest e São Paulo**. São eles: **Banco BRJ S.A. e seu Diretor responsável Luiz Augusto de Queiroz; Rodrigo Bezerra de Melo Paraense; Carlos Eduardo Carneiro Lemos; Cristiano Costa Beber; Eric Davy Bello; João Carlos Seabra da Cruz; Renato Lima Silva; Ricardo Siqueira Rodrigues; Rogéria Costa Beber; Murillo de Almeida Rego; e Sandro Rogério Lima Belo.**

44. Por sua vez, foram acusados pela **realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários**, de acordo com os itens I e II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79, os Comitentes Beneficiários que efetuaram as operações tidas como irregulares no âmbito da **BM&F**, intermediadas pelas corretoras **Novinvest e Schahin**, e no âmbito da **Bovespa por intermédio da corretora Schahin**. São eles: **Banco Schahin S.A. e seu Diretor responsável Carlos Eduardo Schahin; Christian de Almeida Rego; Horácio Pires Adão; Carlos Eduardo Carneiro Lemos; Cristiano Costa Beber; Eric Davy Bello; João Carlos Seabra da Cruz; Renato Lima Silva; Ricardo Siqueira Rodrigues; Rogéria Costa Beber; Murillo de Almeida Rego; e Sandro Rogério Lima Belo.**

### III.C. Gestores da Refer e do Nucleos/Zircônio

#### III.C.1 - Gestores da Refer

45. No âmbito da Refer, a Comissão de Inquérito concluiu que as pessoas abaixo relacionadas participaram do conluio que efetuava operações irregulares em nome da fundação, razão pela qual deveriam ser responsabilizadas pela realização de prática não equitativa (operações intermediadas pela Novinvest na BM&F e pela Schahin na BM&F e na Bovespa) e de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários (operações intermediadas pela Novinvest e pela São Paulo na Bovespa), de acordo com os itens I e II, alíneas "d" e "c", respectivamente, da Instrução CVM nº 08/79. São elas:

- a. **Bruno Grain de Oliveira Rodrigues** - Gerente de Investimentos da Refer à época dos fatos;
- b. **Adalto Carmona Cortes** - Diretor Financeiro da Refer entre julho de 2003 e fevereiro de 2004; e
- c. **Eduardo Cunha Telles** - Coordenador de Investimentos da Refer entre julho de 2003 e fevereiro de 2004 e Diretor Financeiro entre fevereiro e abril de 2004.

46. No período no qual foram realizadas as operações consideradas suspeitas pela diretoria da Refer, entre os meses de setembro de 2003 a março de 2004, Bruno Grain era o Gerente de Investimentos da fundação, responsável pela decisão e execução das operações no mercado de capitais.

47. Destaca-se que Bruno Grain foi sócio de Carlos Eduardo Carneiro Lemos na Produto Corretora de Mercadorias Ltda. e, pelo que se extrai do relatório da Comissão Parlamentar Mista de Inquérito - CPMI dos Correios, era amigo pessoal de Murillo de Almeida Rego, os dois também são acusados neste processo por terem sido beneficiados com as operações irregulares.

48. De acordo com os depoimentos prestados, Bruno Grain e Adalto Carmona eram amigos de longa data e, tão logo este último assumiu a Diretoria Financeira da Refer, chamou Bruno Grain para assumir a Gerência de Investimentos<sup>23</sup>. Bruno Grain era o único a transmitir ordens às corretoras e se reportava indiretamente, por razões hierárquicas, ao Coordenador de Investimentos, Eduardo Telles, que também foi trabalhar na Refer a convite de Adalto Carmona. Segundo J.L.M., presidente da Refer à época dos fatos, não foi ele quem indicou Adalto Carmona para o cargo, mas sim o liquidante da fundação. Adalto Carmona renunciou em fevereiro de 2004 para assumir outro cargo no Governo Federal, e foi substituído por Eduardo Telles.

49. Ao analisar as atas das reuniões do Conselho Deliberativo - CODEL e do Conselho Fiscal - COFIS da Refer, realizadas entre novembro de 2003 e abril de 2004, bem como os diversos depoimentos obtidos no curso da investigação, a acusação constatou que os investimentos realizados pela fundação no segmento de renda variável não eram respaldados em estudos comprovadamente realizados. O acompanhamento do desempenho das aplicações financeiras era realizado por meio dos Relatórios de Consolidação das Operações de Investimento - RECOI, que não demonstravam os resultados das aplicações de forma individualizada, por exemplo, de contratos de Ibovespa futuro e de opções, mas sim de forma setorial consolidada. Sobre essa sistemática de acompanhamento, J.L.M., presidente da Refer, relatou a existência de divergências entre a Auditoria Interna e Bruno Grain, pois a primeira defendia a análise grafista e o segundo defendia a corrente fundamentalista.

50. A Diretoria Financeira sempre se utilizava da performance obtida com os investimentos, segundo ela aderente às metas estabelecidas, como argumento para defender-se, e não havia maior detalhamento das operações individuais. Tem-se, como exemplo a rentabilidade do segmento de renda variável que em 2003 foi de 79,06%, praticamente idêntica à meta estabelecida pela Política Anual de Investimentos, o IBX-50, que foi de 79,73%; e, em 2004, a rentabilidade foi de 22,96%, ligeiramente superior ao IBX-50, que foi de 22,27%.

51. A Auditoria Interna, ao analisar os investimentos realizados pela Refer no segmento de renda variável durante o exercício de 2003, concluiu que as aplicações em ações deveriam ser respaldadas em estudos fundamentados, e sugeriu, no Relatório de Auditoria Interna nº 014, que fossem realizadas análises prévias sobre as aplicações, com estabelecimento de metas e aprovação e acompanhamento pelo Comitê Diretivo de Investimentos - CDI<sup>24</sup> (fl. 546). Bruno Grain, em depoimento, reconheceu que tais análises nunca foram produzidas, e não conseguiu comprovar a realização das análises que referendariam os investimentos da Refer.

52. Adicionalmente, a Comissão de Inquérito destacou que nenhum dos depoentes conseguiu explicar como se deu o processo de escolha das corretoras Schahin e São Paulo<sup>25</sup>, que não estavam autorizadas pelo CDI a intermediar os negócios da Refer.

53. A Refer operou na BM&F entre setembro de 2003 e março de 2004, por intermédio das corretoras Novinvest e Schahin, sempre com Ibovespa futuro, e obteve Ajuste do Dia negativo em 95% dos pregões nos quais atuou (20 dos 21 pregões), que resultou num prejuízo de R\$2.685.045,00.

54. A análise das operações com opções realizadas na Bovespa e intermediadas pelas corretoras Novinvest, Schahin e São Paulo demonstrou que em grande parcela das operações não havia o objetivo de proteger a carteira à vista, conforme afirmado por Bruno Grain em seu depoimento, pois as posições, em geral, eram "zeradas" em curto espaço de tempo, sinalizando objetivos especulativos. Nesse tocante, a Comissão de Inquérito ressaltou ter sido impossível comprovar o fundamento econômico das operações realizadas em nome da Refer, pois esta não possuía registros dos estudos que deveriam respaldar as suas decisões de investimento, contrariando, inclusive, a recomendação da sua Auditoria Interna.

55. Sobre isso, transcrevo as conclusões da acusação constantes dos itens 294 e 295 do relatório:

*"294. Não cabe, também, a alegação sustentada nos depoimentos de Bruno Grain, Adalto Carmona e Eduardo Telles de que as operações nos mercados futuro e de opções serviam como hedge da carteira principal. Tais decisões deveriam ser fruto de uma análise criteriosa, devidamente fundamentada, documentada e acompanhada em seu desempenho, demonstrando, inclusive, que as perdas geradas pela atuação da fundação nos mercados derivativos tivessem sido efetivamente compensadas por ganhos na carteira à vista, ou seja, que tivesse de fato funcionado como uma estratégia de hedge. Nada disso havia, como comprovam as diversas cobranças nesse sentido do Conselho Fiscal e da auditoria interna da Refer, e mesmo desta Comissão de Inquérito, que tentou obter de Bruno Grain explicações concretas para as operações ordenadas, sem obter qualquer sucesso nessa empreitada.*

*295. A única explicação possível para a ausência de mecanismos de controle, mesmo após sua cobrança reiterada, é que o objetivo principal dessas aplicações não era favorecer a fundação, mas sim servir de "seguro" para os comitentes investigados, atuando em conluio, daí a falta de controle em relação não só às justificativas quanto ao fundamento econômico desses negócios, mas também no tocante ao acompanhamento das operações executadas e sua performance, o que nunca existiu. Por conseguinte, não poderia existir justificativa técnica, e quanto menos controle houvesse, melhor para os participantes no esquema de direcionamento da distribuição dos negócios no âmbito das corretoras envolvidas."*

56. Como exposto acima, a atuação da Diretoria Financeira foi objeto de questionamentos nas reuniões do COFIS e do CODEL, realizadas entre novembro de 2003 e abril de 2004 (fls. 258/297 e 361/383), culminando com as exonerações de Bruno Grain e Eduardo Telles<sup>26</sup>. A demissão de Bruno Grain foi recomendada por unanimidade pelos membros do CODEL, em reuniões realizadas em 08 e 09.03.04, motivada pela perda de confiança, e coube a Eduardo Telles implementar a decisão até o final daquele mês<sup>27</sup>. Já a exoneração de Eduardo Telles foi decidida pelo CODEL, em reunião de 12.04.04, por não ter ele prestado os esclarecimentos satisfatórios sobre os diversos questionamentos formulados pela Auditoria Interna e pelo COFIS.

57. Por fim, em reunião realizada em 11.05.04, o CODEL decidiu solicitar à CVM a apuração das irregularidades com operações de renda variável realizadas pela Refer, entre setembro de 2003 e março de 2004, e decidiu também contratar os serviços de perícia técnica financeiro-contábil<sup>28</sup> (fls. 389/390).

#### III.C.2 - Gestores do Nucleos / Zircônio

58. O Zircônio foi constituído, em outubro de 2003, como fundo exclusivo do Nucleos, administrado pela Industrial DTVM, a quem cabia a gestão ativa da carteira, com autorização para operar no mercado de derivativos somente para proteção da carteira (fls. 2079/2092).

59. Conforme estabelecido no regulamento, a Industrial fazia jus a uma taxa de administração referente aos serviços de gestão e administração, no percentual de 0,18% a.a., paga mensalmente e calculada sobre o valor do patrimônio líquido, além de uma taxa de performance, de 10%, incidentes sobre a valorização bruta do patrimônio líquido diário do fundo que excedesse a remuneração do Ibovespa, apropriada diariamente e paga semestralmente<sup>29</sup>.

60. Cumpre destacar que a proposta de constituição do Zircônio, "com administração terceirizada e gestão compartilhada", foi apresentada na 116ª reunião do Conselho Deliberativo do Nucleos, realizada em 26.09.03, pelo então Diretor Financeiro G.A.F. (já falecido), sob o argumento de que a fundação não possuía infraestrutura para administrar de forma ágil a sua carteira de ações. Maiores esclarecimentos sobre a proposta foram apresentados por Fabiana Carneiro Carnaval, Gerente Financeira do Nucleos à época dos fatos. Na mesma reunião, o Diretor Financeiro solicitou permissão para a fundação operar no mercado de derivativos, autorização que foi concedida desde que objetivando a proteção da carteira (Ata às fls. 5456/5459).

61. O Zircônio operou na BM&F entre novembro de 2003 e abril de 2004, por intermédio das corretoras Novinvest e Schahin<sup>30</sup>, em 76 pregões com Ibovespa futuro, tendo obtido Ajuste do Dia positivo em apenas 11, correspondentes a 14%, e acumulou um prejuízo de R\$ 7.407.040,00. O fundo ficou "comprado" em praticamente todos os dias do período no qual operou o que no entender da acusação descaracteriza a alegada natureza de hedge da carteira, conforme obrigava o seu regulamento.

62. A análise das operações com opções, intermediadas pelas corretoras Novinvest, Schahin e São Paulo <sup>31</sup>, na Bovespa, demonstrou que as operações do Zircônio tinham natureza especulativa, ao contrário da alegada natureza de hedge e do que estabelecia o seu o regulamento, uma vez que o fundo:

- a. Comprou e vendeu, poucos dias depois e por vezes, no dia seguinte, as mesmas quantidades de títulos que havia transacionado anteriormente, e sempre nas séries mais negociadas;
- b. Em vários pregões, abriu sua posição comprando determinado ativo ao invés de vender, comportamento inadequado para quem pretende realizar hedge da carteira.

63. Merece destaque ainda, em relação às operações realizadas na Bovespa, a constatação de que, quando o Zircônio comprou e vendeu a mesma quantidade de opções, "zerando" a sua posição e a operação resultou em prejuízo, quase sempre também operaram Rogéria Costa Beber e/ou Banco BRJ e/ou Banco Schahin e/ou Christian de Almeida Rego e/ou Cristiano Costa Beber, todos eles Comitentes Beneficiários acusados no presente processo.

64. Segundo concluiu a Comissão de Inquérito, no parágrafo 401 do relatório, a análise das operações do Zircônio, isoladamente ou em conjunto com a dos Comitentes Beneficiários, " *permite concluir que as perdas sofridas pelo fundo não foram fruto, apenas, de má gestão, mas sim, como na Refer, consequência de um esquema onde o Instituto era uma das instituições 'garantidoras' contra eventuais prejuízos nas operações realizadas durante os pregões.* "

65. No âmbito do Nucleos, a acusação concluiu que as pessoas abaixo relacionadas participaram do conluio que efetuava operações irregulares em nome do Zircônio, razão pela qual deveriam ser responsabilizadas pela realização de prática não equitativa (operações intermediadas pela Novinvest na BM&F e pela Schahin na BM&F e na Bovespa) e de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários (operações intermediadas pela Novinvest e pela São Paulo na Bovespa), de acordo com os itens I e II, alíneas "d" e "c", respectivamente, da Instrução CVM nº 08/79. São elas:

- a. **Fabianna Carneiro Carnaval** - Gerente Financeira do Nucleos à época dos fatos; e
- b. **Paulo Roberto Almeida Figueiredo** - Presidente do Nucleos à época dos fatos.

66. Para a Comissão de Inquérito restaria incontroverso que G.A.F, Diretor Financeiro do Nucleos à época dos fatos, não tinha competência técnica para decidir sobre as aplicações do Zircônio. As mensagens contidas nos seus e-mails comprovariam sua falta de envolvimento no dia-a-dia operacional da fundação. Ainda de acordo com a acusação, a caracterização da falta de qualificação técnica é reforçada com o depoimento que ele prestou à CPMI dos Correios<sup>32</sup>, ocasião em que afirmou ser Fabianna Carnaval quem de fato tomava as decisões relativas às operações financeiras<sup>33</sup>.

67. Segundo se extrai de depoimentos<sup>34</sup>, Fabianna Carnaval teria sido contratada para exercer o cargo de Gerente Financeira do Nucleos por decisão de Paulo Roberto, que ocupava o cargo de presidente da fundação. A acusação conclui, com base nas provas trazidas aos autos, que Paulo Roberto e Fabianna participavam efetiva e conscientemente do esquema, como demonstrariam as justificativas por eles prestadas para a baixa rentabilidade do Zircônio ao Comitê Consultivo de Investimentos (CCI). Outra prova usada pela acusação é o e-mail, de 19.11.03, no qual Paulo Roberto ordena à Fabianna que realize operações e, ao mesmo tempo, a orienta a apagar a mensagem recebida.

68. Sobre a atuação de Fabianna Carnaval, a acusação cita o teor das mensagens arquivadas na sua caixa postal, mantida no Nucleos, que comprova que ela participava ativamente da gestão do Zircônio e que recebia das corretoras, diariamente, a confirmação de todas as operações realizadas. Cita, ainda, os depoimentos prestados na fase de investigação por Carolyne Moura, funcionária do Banco Industrial, por W.K., que substituiu Fabianna no Nucleos, e por E.A.N., funcionário do back office do Banco Industrial, todos a indicar que ela acompanhava as operações realizadas pelo fundo, mesmo estando em licença maternidade.

69. Destaca a acusação que Fabianna é prima de Carlos Eduardo Carneiro Lopes e de Christian de Almeida Rego, ambos acusados como Comitentes Beneficiários, e que o Nucleos moveu ação judicial em face de Paulo Roberto e Fabianna, visando o ressarcimento de prejuízos.

70. No âmbito da Industrial DTVM, a Comissão de Inquérito apontou os seguintes responsáveis:

- a. **Carolyne Moura Munhoz**, funcionária do Banco Industrial S.A., pertencente ao grupo Industrial do Brasil, à época dos fatos, teria participado no conluio que efetuava operações irregulares em nome do Fundo Zircônio, pelo que deveria ser responsabilizada pela realização de prática não equitativa (operações intermediadas pela Novinvest na BM&F e pela Schahin na BM&F e na Bovespa) e de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários (operações intermediadas pela Novinvest e pela São Paulo na Bovespa), de acordo com os itens I e II, alíneas "d" e "c", respectivamente, da Instrução CVM nº 08/79;
- b. **Industrial do Brasil DTVM Ltda.**, como administrador da carteira do Fundo Zircônio, ao não empregar, na defesa dos direitos do Nucleos, seu único cotista, a devida diligência, mediante a qual deveria praticar todos os atos necessários para assegurar seus direitos, em infração ao disposto no inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM nº 302/99<sup>35</sup>; e
- c. **Abílio Nascimento Neto**, Diretor Responsável por prestação de serviços de administração de carteiras da Industrial DTVM à época dos fatos, por:
  - i. Ter faltado com a diligência na administração e gestão de carteira de fundo de investimento (inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM nº 302/99), ao permitir que o Fundo Zircônio, sob sua administração, incorresse em perdas sistemáticas em operações nos mercados de Bovespa futuro da BM&F e de opções da Bovespa, sem verificar a regularidade e os resultados de tais negócios;
  - ii. Realização de prática não equitativa ao participar no conluio que efetuava operações irregulares em nome do Fundo Zircônio (operações intermediadas pela Novinvest na BM&F e pela Schahin na BM&F e na Bovespa), de acordo com os itens I e II, alínea "d" da Instrução CVM nº 08/79; e
  - iii. Realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários ao participar no conluio que efetuava operações irregulares em nome do Fundo Zircônio (operações intermediadas pela Novinvest e pela São Paulo na Bovespa), de acordo com os itens I e II, alínea "c" da Instrução CVM nº 08/79.

71. Como já mencionado, o regulamento do Zircônio dispunha que à Industrial DTVM cabia a administração e gestão ativa da carteira, e que poderia operar no mercado de derivativos somente como hedge, fazendo jus a da taxa de administração e a taxa de performance. Apesar de tais regras estarem contratualmente estabelecidas, Abílio Nascimento, diretor da Industrial, em depoimento, afirmou que não fazia a gestão do Zircônio, mas tão somente a sua administração e apresentou à Comissão de Inquérito carta do Nucleos, datada de 01.07.05, assinada pelos Diretores Financeiro e de Benefícios (às fls. 3195), na qual estes declaram que, durante o período de administração do Zircônio pela Industrial, as negociações de valores mobiliários foram ordenadas pelo próprio Nucleos, restringindo-se aquela instituição à administração dos ativos e aos atos administrativos<sup>36</sup>. Todavia, ressaltou a acusação que: (i) não foi possível atestar a veracidade da informação contida no citado documento, pois um dos signatários da carta, o Diretor Financeiro do Nucleos, faleceu; (ii) o Diretor Financeiro não possuía qualificações técnicas para exercer o cargo; (iii) o Diretor de Benefícios afirmou, em depoimento, que a assinou como de praxe, sem se ater ao conteúdo do documento; e (iv) a carta trata de assuntos diversos, sem muita conexão entre eles.

72. Contudo, de acordo com os depoimentos de Fabianna Carnaval e Abel de Almeida, ambos servidores do Nucleos, o modelo de gestão do Zircônio pela Industrial era o de gestão compartilhada. Tal modelo, inclusive, foi o proposto pela Diretoria Financeira do Nucleos, na 116ª reunião do Conselho Deliberativo, realizada em 26.09.03, conforme já comentado no parágrafo 60. Na ocasião, Fabianna Carnaval, então Gerente Financeira do Nucleos, explicou que, numa gestão compartilhada, o Nucleos poderia "opinar no direcionamento dos recursos desses fundos", sendo a administração "baseada num consenso bilateral" (fls. 5457).

73. Sobre tal fato, destaque ainda o depoimento de E.A.N., que trabalhava no back office do Banco Industrial, no sentido de que se adotava o modelo de gestão compartilhada para o Zircônio, ou seja, o próprio Nucleos era o responsável por discriminar as ordens, mas que elas antes de serem transmitidas eram submetidas à Industrial para obter sua concordância, e que Carolyne Munhoz era a funcionária da Industrial responsável pela análise das ordens.

74. A Comissão de Inquérito concluiu pela efetiva responsabilidade da Industrial pela administração e gestão do Zircônio, independentemente da aparente contradição entre o que foi contratado e o que efetivamente ocorreu.

75. O diretor da Industrial, Abílio Nascimento, conforme apurado pela Comissão de Inquérito, era a pessoa autorizada a emitir ordens em nome do Zircônio, como se extrai das fichas cadastrais mantidas nas três corretoras acusadas. Ademais, segundo depoimento de Luis Alberto Siso, gerente de mesa da corretora Schahin, quem passava as ordens de negociação pelo Zircônio via e-mail era, na maioria das vezes, Abílio Nascimento, e, além dele, quem posteriormente cobrava explicações sobre a execução das ordens era Fabianna Carnaval. No final do dia, ambos recebiam relatório consolidado das operações executadas.

76. A Comissão de Inquérito obteve, na corretora Schahin, várias ordens do Zircônio recebidas por e-mail, todas enviadas por Carolyne Munhoz com cópia para Fabianna Carnaval. Destaca-se que Carolyne era cadastrada na corretora Schahin como representante da Industrial (fls. 2289). Uma vez confrontadas com as cópias desses e-mails, Carolyne e Fabianna, em seus depoimentos à Comissão de Inquérito, afirmaram desconhecer tais mensagens.

77. A Comissão de Inquérito constatou que a Industrial não tomou qualquer atitude diante das perdas contumazes sofridas pelo Zircônio, embora seus responsáveis estivessem cientes desse fato, ainda que afirmassem que não puderam adotar nenhuma "atitude contrária", e concluiu como se vê no item 558 a 561 do relatório:

*"558. As declarações de Abílio Nascimento, diretor da Industrial, ao negar qualquer responsabilidade na supervisão e controle sobre a rentabilidade das aplicações do Zircônio, depuseram contra si e constituem prova de violação ao dever de diligência, por sua função de fiscalizar operações como as abordadas neste IA, o que é intrínseco à atividade de administração e inerente ao serviço para o qual foi contratado profissionalmente e era remunerado. Vale consignar, ainda, que, além da taxa de administração, a Industrial*



também percebia uma taxa de performance sobre a rentabilidade acumulada pelo Zircônio, conforme previsto no contrato pactuado com a Nucleos, o que reforça o entendimento quanto ao pleno conhecimento da Industrial a respeito dos negócios realizados em nome do fundo.

559. Entretanto, deve ser analisado o envolvimento da Industrial no esquema. As respostas incoerentes do depoimento de Abílio Nascimento e seu envolvimento com as operações do Zircônio, como comprovam os e-mails fornecidos pela corretora Schahin e pelo Nucleos, vindos da própria Industrial, e contendo ordens emitidas para o Fundo Zircônio, demonstram que ele conhecia o esquema e, no mínimo, dele participava em conluio com os responsáveis pela administração financeira das fundações, os operadores e comitentes beneficiados, uma vez também demonstrados os laços e inter-relacionamentos existentes entre todos os envolvidos no esquema de direcionamento da distribuição dos negócios no âmbito das corretoras, mas para o qual também colaboraram as pessoas com funções estratégicas ligadas à administração financeira das entidades de previdência complementar.

560. É o caso de Carolyne Munhoz, sua assessora, que, ao não justificar os e-mails enviados por ela, optando por simplesmente negá-los, demonstrou querer, diante de fatos incontroversos e dos elementos probatórios constantes dos presentes autos, refutar sua participação no esquema de 'operações com seguro' ora em apuração com uma argumentação conflitante com a realidade fática apurada neste IA.

561. Consequentemente, Abílio Nascimento Neto e Carolyne Munhoz devem ser responsabilizados pela ocorrência de operação fraudulenta e de prática não-equitativa no mercado de valores mobiliários, conforme os casos já explicitados."

#### IV – Os argumentos de defesa

##### IV.A. Argumentos de defesa comuns

78. Nesta seção, descrevo os argumentos que, se aceitos, aproveitam a todos os acusados ou a alguns deles. Como os argumentos, na sua maioria, foram apresentados por vários dos acusados e como eles, os argumentos, pouco variam de um para outro, não mencionarei quem suscitou cada um deles.

79. Preliminarmente, alegam a incidência da prescrição da ação punitiva da Administração Pública em relação às operações objeto deste PAS, pelas razões a seguir sintetizadas <sup>37</sup>:

- i. As operações tidas como irregulares ocorreram nos anos de 2003 e 2004, ao passo que o processo administrativo somente veio a ser efetivamente instaurado no ano de 2010, a partir da intimação dos acusados para apresentação de defesa, quando já esgotado o prazo quinquenal de 5 (cinco) anos estabelecido pelo art. 1º da Lei nº 9.873/99;
- ii. Atos internos de instrução do inquérito e desconhecidos dos investigados não se encaixam no denominado "ato inequívoco que importe apuração dos fatos", previsto no art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/99, de forma que não podem ser considerados causa de interrupção da prescrição;
- iii. Somente podem ser considerados como atos "inequívocos" de apuração do fato aqueles sobre os quais incide a garantia do contraditório, isto é, dos quais o investigado tome conhecimento pessoalmente e tenha a oportunidade de acompanhar e se defender. Assim, eventuais ofícios internos, relatórios de investigação ou atos preparatórios para a abertura de processo administrativo dos quais os interessados não tiveram conhecimento não autoriza a interrupção do prazo prescricional.

80. Alguns acusados também arguem a violação aos princípios da ampla defesa, do contraditório e do devido processo legal, porquanto teriam sido notificados da instauração do processo na mesma data em que foi expedida a intimação para apresentação de defesa. Argumentam que, ao prestarem depoimento junto à Comissão de Inquérito, não conheciam o teor da investigação e das acusações, bem como que não lhes foi dada a oportunidade de acompanhar os atos de instrução do inquérito, participando ativamente da colheita de provas e tomada de depoimentos, que foi feita de forma unilateral.

81. Argumentam os acusados que não poderiam ser penalizados, cumulativamente, por prática não equitativa e por operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, à medida que se verificaria no caso concreto o denominado concurso aparente de normas, o qual se perfaz quando uma única conduta parece se enquadrar em mais de um tipo. Neste caso, a incidência de mais de uma norma é apenas aparente, porquanto apenas uma delas pode ser efetivamente aplicável.

82. Defendem que o ônus da prova incumbe ao órgão acusador, elemento essencial para a caracterização da conduta imputada. A esse respeito, destacam que, segundo a doutrina e a jurisprudência<sup>38</sup>, a prova indiciária, para ensejar a condenação, deve estar caracterizada pela presença simultânea de determinados requisitos que a tornem válida <sup>39</sup>, requisitos esses que não estariam presentes no caso concreto, notadamente em função da existência de contra-índícios, os quais abordarei ao longo desta seção.

83. Em linhas gerais, os acusados arguem que a acusação não demonstrou a materialidade da infração e tampouco individualizou a conduta a eles imputada. Não estariam detalhadas todas as circunstâncias em que se teria praticado o ilícito atribuído aos acusados, acarretando, com isso, o cerceamento de defesa.

84. Alegam que seria improvável um esquema de tamanha proporção, congregando um universo de pessoas dessa magnitude, em virtude, inclusive, da complexidade operacional que viria a demandar, tal como a existência de uma liderança definida, a fim de que os valores supostamente recebidos pelos participantes fossem alocados aos seus respectivos titulares, sobre o que não há qualquer prova material.

85. Argumentam que eventuais relações profissionais e/ou pessoais entre alguns dos acusados não são prova de conluio. Alegam ser absolutamente natural que pessoas que participam ativamente do mercado de capitais, seja no exercício de sua atividade profissional, seja em razão de investimentos, acabem se conhecendo e, em alguns casos, criando vínculos de amizade. O fato de pessoas conhecidas e até integrantes da mesma família operarem e trocarem impressões a respeito do comportamento do mercado e as melhores oportunidades de investimento não teria o condão de configurar uma atuação conjunta e deliberada para a realização de operações fraudulentas.

86. Quanto à afirmação da Comissão de Inquérito de que a realização do esquema só foi possível porque a especificação dos comitentes finais poderia ser feita no final do pregão ou mesmo nas janelas de especificação, lembram que assim possibilitavam as normas então vigentes e, portanto, o procedimento, por si só, jamais poderia ser caracterizado como ilícito. Dessa forma, para legitimar a acusação seria necessário provar a utilização do procedimento para fins fraudulentos, o que não ocorreu.

87. Arguem que, para a caracterização das infrações de que trata a Instrução CVM nº 08/79, há que se cogitar do elemento subjetivo, qual seja, a vontade do agente. A jurisprudência da própria CVM<sup>40</sup> seria pacífica no sentido de considerar que a aplicação de penalidades por infração às disposições da referida instrução pressupõe a comprovação da conduta dolosa dos acusados. Defendem que, no caso concreto, não se teria demonstrado que os acusados agiram com dolo, o qual não se pode presumir.

88. Além do elemento subjetivo, não estariam presentes os elementos objetivos indispensáveis à caracterização de práticas não equitativas e de operações fraudulentas. No primeiro caso, restaria ausente o elemento representado pelo resultado descrito na hipótese legal, qual seja: a colocação de uma das partes em "uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.". Isso porque as operações teriam sido realizadas contra o mercado, em ambiente próprio e regular, sujeito à interferência de qualquer outro participante que se manifestasse interessado em aderir às ofertas apregoadas; e as operações foram realizadas pelos investidores institucionais visando implementar uma estratégia de hedge, pelo que estavam cientes do que estavam negociando e quais os riscos envolvidos. Já com relação ao ilícito de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, não restaria configurada a utilização de ardil ou artifício, tampouco a incidência de terceiro em erro.

89. Para os acusados não foi também demonstrado pela Comissão de Inquérito o nexo de causalidade entre o comportamento tido como ilícito atribuído a eles e os alegados prejuízos suportados pela Refer e pelo Nucleos. Não seria possível concluir que os ganhos de determinados comitentes ocorreram à custa das Fundações, considerando que não atuaram como contrapartes, sendo que os horários, número de negócios e montante total de ajustes também não são coincidentes.

90. Destacam que as altas taxas de sucesso nas operações day trade — utilizadas como indicio de possível conluio — são baseadas em juízo de probabilidade e não consideram a experiência dos comitentes no mercado financeiro e também seu perfil operacional.

91. Por fim, argumentam que o Colegiado da CVM, no âmbito de processos cujas operações seriam da mesma natureza e características do caso concreto e que igualmente envolvem fundações de previdência privada, vem, reiteradamente, decidindo pela improcedência das acusações e pela consequente absolvição de todos os acusados<sup>41</sup>.

##### IV.B. Argumentos de defesa específicos

92. Considerando que os argumentos comuns a todos ou parte dos acusados já se encontram sintetizados no item IV.A acima, abordo a seguir apenas as alegações de defesa aplicáveis a cada acusado individualmente.

- Banco Schahin S.A. e seu diretor Carlos Eduardo Schahin, Schahin CCVM S.A., seu diretor Fernando Suzuki e seu gerente de mesa de operações Luis Alberto Siso (fls.8440/8478)

93. Os defendentes apresentaram defesa conjunta, na qual alegam resumidamente o que se segue:

- a. As Tabelas 1 e 2 constantes respectivamente dos parágrafos 11 e 13 da peça acusatória<sup>42</sup> apresentariam incorreção, à medida que o critério de ajuste diário e carregamento de posição referente às aludidas tabelas "revela-se absolutamente subjetivo, já que para analisar de forma precisa o carregamento de uma posição seria necessário um maior período de tempo ou mesmo o conhecimento do custo de compra/venda no dia da execução da operação e, no caso de mercados futuros, descontar ou acrescentar os ajustes diários anteriores, o que não foi observado (...);"
- b. A análise contida na referida Tabela 2 e também na Tabela 3<sup>43</sup> do parágrafo 13 da peça acusatória estaria distorcida, vez que, se ampliado o período considerado pela acusação até

março de 2004, verificar-se-ia a inconsistência da conclusão alcançada em virtude daquela análise parcial;

- c. Quanto às operações de Rogéria Costa Beber, alegam que, na realidade, a investidora teria auferido lucro de R\$8.500,00 em apenas 2 (duas) operações day trade (01.04.04 e 05.04.04) intermediadas pela Schahin. Quanto a Christian de Almeida Rego, teria tido apenas um único day trade intermediado pela Schahin, em 30.04.05, no qual lucrara apenas R\$ 2.290,00. Tais quantias seriam inexpressivas e não respaldariam, por óbvio, a afirmação sobre a existência de esquema;
  - d. Quanto às operações do Nucleos, destacam que esse investidor institucional operou pela corretora Schahin no período de novembro de 2003 a junho de 2004, período "mais uma vez maior que o considerado pela Comissão" e, ademais, a corretora teria sido "mera executora de ordens nessas operações, posto que o fundo respectivo era administrado pelo Banco Industrial.;"
  - e. Quanto às operações com opções realizadas pelo Banco Schahin na Bovespa, alegam que a acusação considerou apenas 15 operações ao passo que o banco, na realidade, teria operado em 46 pregões, ou seja, 68% a mais do que o indicado na peça acusatória (parágrafo 430, tabela 68). Assim, indagam a razão de ter sido desconsiderado o universo das operações do acusado naquele período, o que, a seu ver, invalidaria qualquer conclusão a respeito;
  - f. Ainda quanto ao Banco Schahin, refutam disposição contida na peça acusatória, com conotação de estranheza, de que o Banco teve um aumento no número de negócios entre setembro de 2003 e abril de 2004, à medida que a evolução apontada teria ocorrido em relação ao mercado como um todo;
  - g. A comparação, efetuada pela Comissão de Inquérito, entre os ganhos dos acusados (que estariam concentrados entre novembro de 2003 e março de 2004) e o comportamento/evolução do índice Bovespa no mesmo período só faria sentido se tais acusados tivessem a composição da carteira do referido índice;
  - h. O intervalo e a diferença entre execução e abertura das ordens eram muito comuns à época e diferentes dos dias atuais, quando a ordem não pode ser aberta e/ou executada sem o código do cliente;
  - i. Não houve reespecificação de ordens, já que "cliente '0' não significa nenhum cliente e reespecificação só ocorreria caso a operação fosse executada em nome do cliente 'A' e, depois, reespecificada para o cliente 'B'.;"
  - j. A BM&F, no âmbito de processo administrativo regularmente instaurado (e que teve origem em relatório da CPMI dos Correios), abordando as operações da espécie, concluiu pela inexistência de participação da corretora Schahin na estruturação ou mesmo na execução de tais operações. A seu ver, a decisão "proferida pela própria entidade na qual foram cursadas as operações questionadas, no exercício de sua competência de auto-regulação do mercado (...)" deve ser levada na devida consideração por parte desta CVM por ocasião do julgamento deste PAS.
- Novinvest CVM Ltda. e Ricardo Siqueira Rodrigues (este na qualidade de gerente de sua filial no Rio de Janeiro) (fls.8561/8650)

94. Os defendentes apresentaram defesa conjunta, na qual alegam resumidamente o que se segue:

- a. As operações das fundações eram quase diárias, sendo, portanto, natural que existissem operações de outros clientes nas mesmas datas, de sorte que tal coincidência não pode ser considerada como indício;
- b. O fato de os clientes realizarem compras e vendas do mesmo contrato futuro é absolutamente rotineiro no mercado de derivativos, onde é inevitável a concentração em poucos contratos e vencimentos. Como as Fundações e os clientes operavam um único derivativo (índice Bovespa) e aquelas operavam diariamente, as coincidências eram comuns;
- c. Nas operações cursadas na Bovespa, a Comissão de Inquérito restringiu sua análise às opções de Telemar que, no período analisado, eram as mais líquidas, sendo assim absolutamente natural a coincidência de operações de clientes nas séries mais negociadas. As fundações operaram, ao longo do período observado, dezenas de ativos cursados na Bovespa, porém, em nenhum outro ativo, à exceção de Telemar, observou-se qualquer indício que pudesse levar à conclusão quanto à ocorrência de "esquema";
- d. Assim, a simples comparação entre coincidências de datas das operações ou de ativos transacionados é vaga e só mereceria atenção se feita uma análise do perfil operacional anterior e posterior dos clientes acusados;
- e. O Sr. Ricardo Siqueira Rodrigues, acusado também na qualidade de Comitente Beneficiário, argumenta que investia de forma especulativa e independente, tendo suficiente capacitação técnica e financeira. Analisando seu perfil de investidor, verificar-se-ia que seu operacional sempre foi constante e de acordo com a dinâmica do mercado, operando sempre expressiva quantidade de negócios, pelo que as operações abordadas neste PAS não constituem qualquer exceção e sim a continuidade de sua própria estratégia;
- f. Mesmo nos meses nos quais as Fundações operaram intensamente, chegando a 100% dos pregões, ou seja, operaram diariamente, o número daqueles nos quais o Sr. Ricardo Siqueira Rodrigues atuou não teria equivalência com o das Fundações. Por outro lado, quando as fundações pararam de operar, o investidor teria continuado seu modelo operacional habitual, conforme destacado pela própria autarquia, o que não se prestaria a comprovar a tese do esquema (fls. 7.602);
- g. Com relação ao procedimento de abertura de ordens e posterior alocação para os clientes, em operações na BM&F, alegam que:
  - i. Conforme declarações prestadas por funcionários da Novinvest, a filial da corretora no Rio de Janeiro não possuía sistema de especificação, nem equipe de back office, portanto, todas as ordens eram abertas e especificadas em São Paulo;
  - ii. Quando um cliente passava a ordem, o operador anotava no mapa de operações que, após algum tempo era remetido para São Paulo, via fax. Assim, era natural que o back office abrisse as ordens sequencialmente;
  - iii. Os citados mapas eram guardados até que os contratos pertinentes fossem liquidados ou vencessem, momento no qual eram descartados, dado o entendimento de que não havia obrigatoriedade de seu arquivamento, por se tratarem apenas de mapas operacionais internos;
  - iv. Para clientes que davam ordens na pré-abertura ou no início do pregão, era comum que as mesmas não estivessem ainda nos preços praticados pelo mercado e que, assim, fossem fechadas ao longo do pregão. Por esse motivo, as ordens abertas pela manhã só poderiam ser especificadas quando de sua execução, o que explica a diferença entre horários de abertura de ordem e o de sua especificação;
  - v. Algumas ordens não eram executadas porque os preços determinados pelos clientes não eram atingidos, resultando em sua inutilização ou cancelamento;
  - vi. Nas ordens executadas a mercado (com o cliente na linha), era natural que, para não perder a agilidade operacional, os funcionários da corretora executassem a ordem e somente depois a incluíssem no mapa que era enviado para São Paulo. Assim, o horário de sua abertura era posterior ao da execução, sem que isso viesse a implicar em qualquer esquema;
  - vii. A Comissão de Inquérito coloca como verdade uma premissa de utilização da Conta Master <sup>44</sup> que não é correta. Os Fundos de Pensão, em suas carteiras próprias, não podem ter Contas Master e, ainda que pudessem, as especificações teriam que seguir, obrigatoriamente, os horários das janelas de especificação;
  - viii. Todas as especificações foram efetuadas de forma correta e regular. Somente a deficiência do sistema de especificação disponibilizado à época pela BM&F é que não permitiu à Comissão de Inquérito verificar a veracidade das afirmações da Novinvest.
- h. Com relação ao procedimento adotado pela Novinvest em operações na Bovespa, alegam que:
  - i. À época dos fatos, o sistema megabolsa da Bovespa permitia que as ordens fossem abertas sem os códigos dos comitentes, que eram enviados, posteriormente, ao *back office*, para distribuição final;
  - ii. Por decisão da Diretoria, as ordens abertas na filial do Rio de Janeiro, que ficassem pendentes de especificação de comitente por muito tempo, eram registradas em nome do gerente Ricardo Siqueira Rodrigues, de forma a permitir que a equipe de *back office* as identificasse de imediato. Posteriormente, quando os operadores do Rio de Janeiro enviavam a São Paulo a lista dos comitentes corretos, as ordens eram redistribuídas a eles;
  - iii. A filial da corretora no Rio de Janeiro não podia alterar a distribuição, à medida que não possuía terminal de especificação de comitentes (SINACOR), não cabendo, portanto, ao gerente Ricardo Siqueira Rodrigues proceder qualquer alteração. Assim, eventuais alterações eram feitas pelo *back office* em São Paulo;
- i. Os clientes eram atendidos por diversos operadores, como ressaltado pelo diretor da Novinvest em depoimento à Comissão de Inquérito;
- j. Na Bovespa, quatro das cinco operações que a Comissão de Inquérito utilizou como exemplo para fundamentar sua tese de conluio na Novinvest (05.12.04, 29.01.04, 18.02.04 e 09.03.04) não prestam sequer como indício, considerando que: (i) dia 05.12.04 (tabela 26) foi um domingo; (ii) nas outras operações (tabelas 27, 28 e 30), ou as Fundações operaram no melhor preço ou não operaram as séries dos comitentes, ou, ainda, os comitentes não operaram com as Fundações; e (iii) 80% das operações exemplificadas não se prestam à tese da "operação com seguro" e foram objeto de interpretação parcial da Comissão de Inquérito;
- k. Com relação aos exemplos utilizados pela Comissão de Inquérito para as operações realizadas na BM&F, os defendentes arguem, entre outros, que: (i) a cronologia das ordens vai

contra a tese de seguro e não a seu favor (tabelas 14 e 17); (ii) o Zircônio operou em janelas diferentes, impedindo o uso de suas ordens no horário em que Ricardo Siqueira Rodrigues operou, observando que aquele "não era possuidor de Conta Master e tinha que ter suas ordens especificadas segundo as janelas" (tabela 19); (iii) o Zircônio ou a Refer não operaram com o mesmo contrato de Ricardo, não existindo sequer ordem aberta em nome das Fundações que permita chegar a outra conclusão que não a normalidade da estratégia executada (tabelas 20 e 85<sup>45</sup>); e (iv) em 26.02.04, todos os clientes tiveram ajustes positivos, sendo o maior resultado obtido pelo Zircônio (tabela 22), e nenhuma das reespecificações listadas (tabela 23) foi contra o Zircônio ou a Refer.

I. Especificamente quanto ao Sr. Ricardo Siqueira Rodrigues, a defesa apresentou ainda parecer técnico elaborado pela Metrika Consultoria e Pesquisa (fls. 8615/8650), para fins de comprovar que a acusação ter-se-ia baseado "em premissas que não se sustentam quando analisadas objetivamente". Em síntese, a consultoria apresentou as seguintes conclusões:

- i. Não se pode falar que os ganhos dos comitentes beneficiários ocorreram à custa da Refer e do Zircônio. Os supostos beneficiados não foram contrapartes das Fundações supostamente lesadas em nenhuma operação destacada, além do que não há identidade entre os ganhos desses investidores e as perdas sofridas pelas Fundações. Pelas mesmas razões, não é possível concluir que os ganhos foram sempre obtidos em operações day-trade enquanto as Fundações perderam através de ajustes diários;
- ii. A evidência apresentada com as operações de day-trade efetuadas pelos Comitentes Beneficiários mostra que o índice de sucesso obtido no mercado futuro de Índice Bovespa era o padrão recorrente para tais investidores. A Comissão de Inquérito não apresentou qualquer elemento concreto que respalde sua conclusão de que a frequência dos ganhos dos day traders era elevada;
- iii. Com relação às Fundações, por serem impedidas de realizar operações day-trade, a taxa de sucesso por elas obtida só poderia ser apurada de forma minimamente aceitável quando suas posições fossem revertidas, o que mostraria se tiveram, na realidade, lucro. Ademais, tal análise deveria ser realizada no contexto de sua política de investimentos;
- iv. A acusação não apresentou qualquer evidência que indique, de forma segura, que as corretoras especificavam os comitentes somente ao fim do pregão com a intenção de direcionar as operações bem sucedidas para determinados investidores e as mal sucedidas para as Fundações.

• São Paulo Corretora de Valores Ltda. e seu diretor Jorge Ribeiro dos Santos (fls.8689/8699)

95. Os defendentes apresentaram defesa conjunta, na qual alegam resumidamente o que se segue:

- a. Preliminarmente, arguem a ilegitimidade ad causam de Jorge Ribeiro dos Santos, à medida que o mesmo não participou, pessoalmente, nem mesmo conscientemente permitiu que fossem praticados atos supostamente irregulares, não podendo ser responsabilizado objetivamente por todas e quaisquer infrações eventualmente praticadas pela corretora nas suas atividades. Os defendentes citam a opinião de alguns doutrinadores no sentido da inaplicabilidade da responsabilidade objetiva no âmbito bancário (Regime Jurídico da Lei nº 4.595/64) que, a seu ver, seria comparável à espécie aqui discutida;
- b. As operações tidas como irregulares foram realizadas pelo operador Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, na filial da corretora no Rio de Janeiro, com os clientes de sua carteira e com os quais apenas ele mantinha contato. O Sr. Jorge Ribeiro dos Santos, ao tomar ciência do fato, proibiu que o operador e seus clientes operassem através da corretora São Paulo;
- c. Os defendentes não participavam da estruturação das operações, não possuindo nenhuma ingerência nas decisões tomadas pelas contrapartes. Se práticas ilícitas efetivamente ocorreram, estas escaparam, pelo menos em um primeiro momento, a qualquer possibilidade de percepção por parte dos defendentes;
- d. Não ser cabível a hipótese de facilitação dolosa, uma vez que não auferiram nenhum proveito das supostas irregularidades, até porque não houve incremento nas taxas de corretagem;
- e. Especificamente quanto à imputação de infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 220/94, alegam que tal dispositivo é destinado às bolsas de valores e não às corretoras, conforme reiterados julgados da CVM (PAS 29/03, julgado em 16.01.07; SP2001/034, julgado em 12.08.04; e 32/98, julgado em 06.05.04).

• Rodrigo Bezerra de Melo Paraense (fls.8479)

96. O defendente, acusado na qualidade de operador da corretora São Paulo e de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Desempenhava informalmente a função de operador na corretora São Paulo, sendo responsável somente por seus dois clientes diretos, não acusados no presente PAS. Todos os demais profissionais e/ou clientes — que lhe atribuem a responsabilidade por seus atos e operações na corretora — teriam sido apresentados ao defendente nas dependências da corretora São Paulo;
- b. Não obstante Jorge Ribeiro dos Santos (diretor responsável pela corretora) e F.A.L. (citada como gerente das filiais do Rio de Janeiro) terem atribuído ao defendente a presença de Cristiano Costa Beber na corretora São Paulo, em verdade, este último teria sido apresentado ao defendente diretamente por F.A.L., nas dependências da corretora;
- c. Invoca o depoimento do Sr. Jorge Ribeiro dos Santos à CPI dos Correios, no qual este afirma que Hélio Castilho Martins era o operador responsável na São Paulo pelos clientes Refer e Nucleos;
- d. Destaca que o Sr. Jorge Ribeiro dos Santos, em depoimento à Comissão de Inquérito, afirmou ser amigo pessoal do dono do Banco BRJ, enquanto "joga a mim as responsabilidades pelas operações desta instituição";
- e. Argui, de forma geral, que terceiros ter-lhe-iam imputado responsabilidades de forma enganosa ou maliciosa.

• Hélio Castilho Martins (fls.8184/8285)

97. O defendente, acusado na qualidade de operador e gerente de mesa da corretora São Paulo, alega resumidamente o que se segue:

- a. Foi acusado não pela participação direta nas operações tidas como irregulares e sim em razão de alguns depoimentos prestados que levaram à presunção de que exercia a função de gerente da mesa no Rio de Janeiro. No entanto, ressalta que, como reconhecido no âmbito de ação trabalhista interposta pelo defendente em face da corretora São Paulo, exercia a função de "operador de Open Market"<sup>46</sup> e não de gerente, razão pela qual entende ser parte ilegítima para figurar no polo passivo do presente PAS;
- b. À exceção de dois depoimentos tomados pela Comissão de Inquérito, os demais depoimentos e todos os documentos <sup>47</sup> conduzem à improcedência de seu indiciamento. Cita, entre eles, o depoimento de Rodrigo Bezerra de Melo Paraense (operador responsável pela execução das ordens dos clientes acusados), que afirmou que o defendente era "Operador de Open" e que não havia gerência regional no Rio de Janeiro, sendo essa função exercida, única e exclusivamente, por F.A.L., de São Paulo, que vinha constantemente ao Rio de Janeiro. A esse respeito, o defendente aponta ainda outros dois funcionários da corretora São Paulo que, juntamente com F.A.L., exerceriam a função de gerenciamento, e indaga a razão pela qual não foram os mesmos igualmente acusados;
- c. As operações objeto do presente PAS foram realizadas na filial Centro/RJ e não na filial Barra/RJ, onde trabalhava, e cita novamente o depoimento de Rodrigo Bezerra, segundo o qual teria conhecido Cristiano Costa Beber, também acusado, na filial do centro da cidade;
- d. Os depoimentos seriam unânimes em afirmar que os envolvidos eram Cristiano Costa Beber e Rodrigo Bezerra, não se verificando a associação ou acerto do defendente com as pessoas apontadas diretamente pela infração.

• Banco BRJ S.A. (fls.8520/8535)

98. O defendente, acusado na qualidade Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Reporta-se a operações descritas nos relatórios de inspeção que deram origem ao presente PAS para afirmar que nada se apurou em termos de irregularidade. Também se baseia nesses relatórios de inspeção para afirmar que teriam sido inclusos resultados positivos obtidos pelo Banco em operações conduzidas por outras instituições intermediárias que sequer foram arroladas neste PAS (sem, porém, especificá-los);
- b. Todas as considerações e levantamentos feitos pela CVM girariam exclusivamente ao redor do suposto modus operandi dos intermediários, com os quais nada teve a ver o defendente, uma vez que apenas realizou seus negócios dentro da normalidade e como simples cliente da corretora São Paulo;
- c. Nos negócios que realizou na BM&F, a própria CVM concluiu que o defendente só operou com prejuízo;
- d. A Comissão de Inquérito não conseguiu encontrar um só ponto de ligação que pudesse ser estabelecido entre o Banco BRJ S.A. e qualquer dos outros acusados neste PAS. Ressalta que, em todos os depoimentos, não houve uma só pessoa que indicasse conhecer o defendente ou seus administradores, salvo a corretora que promoveu a intermediação das operações realizadas pelo Banco.

• Luiz Augusto de Queiroz (fls.8499/8519)

99. O defendente, acusado na qualidade de Diretor responsável do Banco BRJ S.A., este último Comitente Beneficiário do esquema, alega resumidamente o que se segue:

- a. A imputação feita ao defendente decorreu exclusivamente pelo fato de ter exercido o cargo de Diretor do Banco BRJ S.A. nos anos de 2003 e 2004. Apenas isto, pois nem ao menos teria o defendente sido indicado como administrador responsável pelas operações em Bolsa, consoante previsto na Instrução CVM nº 387/03 (vigente à época);
  - b. Igualmente se reporta a operações descritas nos relatórios de inspeção que deram origem ao presente PAS para afirmar que nada se apurou em termos de irregularidade. Argui que os negócios realizados pelo Banco BRJ S.A. foram regulares, não podendo o Banco nem o defendente responder pela eventual irregularidade do ato de reespecificar operações, por se tratar de ato de alçada exclusiva do intermediário. Além disso, o Banco não operava somente pela corretora São Paulo, tendo realizado negócios também por intermédio de duas outras corretoras, o que, inclusive, é observado pela própria Comissão de Inquérito;
  - c. Não há qualquer prova no sentido de ter existido alguma ligação entre os representantes ou funcionários das Fundações e qualquer dos acusados e supostamente beneficiados pelas operações, especialmente no caso do defendente e do Banco BRJ S.A. Inexiste sequer a demonstração de uma relação extraordinária entre os intermediários e o Banco, além do natural relacionamento de mercado, nem se explicou a razão pela qual as corretoras teriam supostamente favorecido o Banco em prejuízo das Fundações.
- Rogéria Costa Beber e Murillo de Almeida Rego (fls.8414/8433)

100. Os defendentes, acusados na qualidade de Comitentes Beneficiários, alegam resumidamente o que se segue:

- a. Mantém relação conjugal estável há mais de dezoito anos;
  - b. Rogéria Costa Beber seria parte ilegítima no polo passivo do presente processo. Em decorrência de problemas de saúde do Sr. Murillo, todo o patrimônio da família, incluindo aplicações e operações financeiras, encontra-se em nome de Rogéria. Esta não possuiria qualquer conhecimento sobre os mercados financeiro e de capitais, não tendo realizado, jamais, operações nestes, dedicando-se quase que exclusivamente aos afazeres domésticos. A partir de autorização expressa da mulher, somente o Sr. Murillo realizaria as movimentações financeiras do casal, devendo ser o único acusado;
  - c. É inimaginável que as instituições intermediárias fossem em conjunto e num "esquema previamente agendado" beneficiar determinados clientes sem qualquer benefício de espécie ou natureza;
  - d. O fato de pessoas conhecidas ou da mesma família operarem no mercado de capitais e trocarem informações sobre melhores oportunidades de investimento não teria o condão de configurar uma atuação conjunta e deliberada para a realização de operações fraudulentas;
  - e. As operações realizadas pelo Sr. Murillo seriam perfeitamente regulares e em conformidade com as regras de mercado, inexistindo operação fraudulenta, tampouco prática não equitativa, impossibilitando a adequação da conduta do agente à conduta típica;
  - f. Ao punir os defendentes que, em verdade, não são infratores, estar-se-á fugindo do verdadeiro sentido da norma, de sua finalidade, de sorte que tal ato poderá ser taxado como um ato administrativo nulo.
- Cristiano Costa Beber (fls.8480/8498)

101. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Argui que "o pilar básico da acusação não se sustenta", sendo "inimaginável que as referidas instituições [intermediárias] fossem em conjunto e num esquema previamente agendado beneficiar determinados comitentes sem qualquer benefício de espécie ou natureza (...)";
  - b. O fato de pessoas conhecidas e até integrantes da mesma família operarem no mercado financeiro e de capitais e trocarem impressões a respeito do comportamento do mercado e as melhores oportunidades de investimento não tem o condão de configurar uma atuação conjunta e deliberada para a realização de operações fraudulentas. A esse respeito, destaca que Fabianna Carneiro Carnaval (Gerente Financeira do Nucleos), em seu depoimento à Comissão de Inquérito, afirmou que conhecia o defendente apenas como parente de Rogéria Costa Beber, a qual é esposa de Murilo de Almeida Rego, que foi criado por uma tia de Fabianna e com o qual esta última não mantinha nenhum grau de relacionamento;
  - c. Ao punir o defendente que, em verdade, não é infrator, estar-se-á fugindo do verdadeiro sentido da norma, de sua finalidade, de sorte que tal ato poderá ser taxado como um ato administrativo nulo.
- Eric Davy Bello e João Carlos Seabra da Cruz (fls.8651/8657)

102. Os defendentes, acusados na qualidade de Comitentes Beneficiários, alegam resumidamente o que se segue:

- a. Suas imputações estão fundamentadas em uma pretensa amizade pessoal com o Sr. Ricardo Siqueira Rodrigues, responsável pela filial Rio de Janeiro da corretora Novinvest e na análise de uma "taxa de sucesso" nas operações dos defendentes;
  - b. Em seus depoimentos, os defendentes já haviam deixado claro que são profissionais graduados, investidores devidamente qualificados (com conhecimento técnico e vasta experiência no mercado bursátil), experiência essa, inclusive, reconhecida por Ricardo Siqueira Rodrigues em seu depoimento à Comissão de Inquérito<sup>48</sup>. Portanto, o relacionamento dos defendentes com a Novinvest seria fruto de suas atuações no mercado financeiro, sendo estritamente profissional. Os defendentes afirmam ainda que o caráter de amizade pessoal que se pretende imputar a este relacionamento não possui qualquer prova, nem mesmo fundamento. A simples e pura relação de amizade, mesmo que existisse, não implicaria em participação dos defendentes em qualquer tipo de conluio, devendo tal participação ser comprovada, o que não teria ocorrido;
  - c. Não existe nos autos qualquer prova ou indício de ligação dos defendentes com as Fundações ou com os demais acusados neste PAS;
  - d. Quanto à chamada "taxa de sucesso" e sua utilização como indício de possível conluio praticado em prejuízo da Refer e do Zircônio, tal afirmação não resistiria a uma análise mais apurada. Por ser baseada em juízo de probabilidade não constituiria prova segura e como tal não forneceria a certeza do fato. Além disso, não foi considerado um fator de suma importância: a larga experiência dos defendentes no mercado financeiro, fator este que influenciou positivamente as operações por eles realizadas;
  - e. Os defendentes teriam operado dentro das normas de mercado, passando suas ordens para o operador da Novinvest. Qualquer tipo de manipulação das ordens emitidas não foi de conhecimento dos defendentes e muito menos teve sua participação, ficando restrita ao âmbito da Novinvest, como disposto na própria peça acusatória.
- Carlos Eduardo Carneiro Lemos (fls.8149/8154)

103. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Opera regularmente no mercado de capitais, assim como operam seus familiares e amigos, o que não pode ser considerado um conluio. Argui que foi acusado simplesmente por ser conhecido ou ter algum grau de parentesco com algumas pessoas que também atuam no mercado financeiro e por ter figurado em outros PAS instaurados pela CVM, ressaltando ter sido absolvido em todos aqueles já julgados pela autarquia<sup>49</sup>;
  - b. As operações tidas como irregulares foram estruturadas e concebidas conforme as regras de mercado e que, na qualidade de mero investidor, não possuía qualquer atuação direta na corretora Novinvest e, portanto, não tinha qualquer meio de praticar a infração a ele imputada;
  - c. Não participou de qualquer esquema e não possui qualquer relação com os integrantes das Fundações supostamente lesadas.
- Christian de Almeida Rego (fls.8080/8095)

104. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Opera regularmente no mercado de capitais, assim como operam seus familiares e amigos, do que decorre ser normal o seu relacionamento com pessoas ligadas a esse mercado. Argui que foi acusado simplesmente por ser primo e/ou conhecido de algumas pessoas que também atuam no mercado financeiro e por figurar em outro PAS instaurado pela CVM e sequer julgado<sup>50</sup>;
  - b. As operações foram realizadas a mercado e em conformidade com todas as regras aplicáveis e que, na qualidade de mero investidor, não possuía qualquer atuação direta na corretora Schahin e, portanto, não tinha qualquer meio de praticar a infração a ele imputada;
  - a. Não participou de qualquer esquema e não possui qualquer relação com os integrantes das fundações supostamente lesadas.
- Renato Lima Silva (fls.8658/8688)

105. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Argui a inépcia da acusação com relação à imputação da prática de operações fraudulentas, à medida que a Comissão de Inquérito não descreveu a conduta supostamente violada pelo defendente<sup>51</sup>, ao contrário, admite, no parágrafo 489 do relatório (fls. 7601), que não foram encontrados indícios de operações irregulares em relação aos negócios do defendente realizados na Bovespa em 2003 e 2004;
- b. O fato de o defendente ter obtido altas taxas de sucesso em operações day trade não configura sua participação em nenhum conluio, mas apenas sua experiência profissional, não tendo a acusação provas suficientes sobre a autoria e materialidade que demonstrem outra causa;
- c. Dispõe sobre o procedimento adotado pela Novinvest em operações na Bovespa, o qual também foi abordado pela corretora em sua defesa, encontrando-se, portanto, já descrito acima;
- d. Com relação às operações realizadas na BM&F, alega que: (i) a cronologia das ordens vai contra a tese de seguro e não a seu favor, conforme se verifica no pregão do dia 05.12.03 (tabela 14); e (ii) em 26.02.04, todos os clientes tiveram ajustes positivos, sendo o maior resultado obtido pelo Zircônio (tabela 22), não havendo que se falar, portanto, em favorecimento ao defendente em detrimento da referida fundação.

- Sandro Rogério Lima Belo (fls.8096/8146)

106. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. Preliminarmente, requer que os autos sejam devolvidos à Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), nos termos do art. 18, inciso I, da Deliberação CVM nº 538/08<sup>52</sup>, para que detalhe em quais circunstâncias o defendente teria se associado aos outros acusados no presente PAS (os quais afirma não conhecer), para com eles compor o alegado conluio. A seu ver, não lhe teria sido facultado a possibilidade de conhecer detalhadamente todas as circunstâncias em que se teria praticado o ilícito cuja autoria a ele se atribui, não lhe permitindo, portanto, o exercício do direito de ampla defesa e contraditório;
- b. As apurações da CVM tiveram origem em denúncia realizada pela Refer e se deram no ápice de uma conflagração política destinada à tomada de poder de administração das Fundações que figuram como lesadas no presente caso, fato esse que merecia ter tido maior atenção por parte da Comissão de Inquérito ao definir sua linha apuratória;
- c. As premissas constantes da peça acusatória não reproduziriam a realidade, notadamente aquelas lançadas no sentido de que ele não tem "experiência nem tempo (como funcionário do fundo de pensão Eletra, em Goiânia) para arriscar-se nos mercados de derivativos e opções e futuro de índices, que exigem lastro razoável para situações adversas...". Destaca que é economista formado, tendo atuado repetidas vezes como professor convidado em cursos de graduação, já tendo ministrado aulas da disciplina "Mercado de Capitais" e "Mercado Financeiro e de Capitais". Além disso, trabalha como analista de mercado em um fundo de pensão, exercendo, entre outras, as funções de analista de investimentos<sup>53</sup>. Tal perfil justificaria, portanto, sua atuação bem sucedida com derivativos, não deixando de lado o fato de que o mercado de ações estava em alta à época;
- d. Os ganhos apontados na peça acusatória (R\$22.547,00 e R\$19.500,00, respectivamente na Bovespa e na BM&F) representam um percentual muito pouco significativo frente ao ganho total por ele auferido nos dois exercícios investigados (R\$159.330,00 em 2003 e R\$162.319,00 em 2004). Também destaca que, abatidos o imposto de renda e a corretagem, os ganhos obtidos seriam bem inferiores àqueles apontados na acusação;
- e. Descreve ainda as operações realizadas na Bovespa no período investigado, consideradas mês a mês, para fins de comprovar que, ao contrário do disposto na peça acusatória, não ganhava sempre, sendo seus êxitos "variáveis mensalmente", além de obedecerem a "irretorquível lógica". Ressalta que os negócios foram realizados rigorosamente dentro de patamares compatíveis com os bens de sua declaração de renda, tendo, assim, efetivo "lastro" para especular dentro do limite que fazia;
- f. Suas ordens sempre foram passadas diretamente por ele ao operador da corretora Novinvest. Se este ou outra pessoa na corretora as reespecificaram, o fizeram sem que tivesse ciência;
- g. Chama a atenção para o fato de não ter operado em 05.12.03 (conforme tabela 95), muito embora algumas ordens de negociação tenham sido, nesta data, especificadas em seu nome, em momentos intermediários (reespecificações), conforme exposto no parágrafo 102 do relatório da Comissão de Inquérito.

- Horácio Pires Adão (fls.8728/8730)

107. O defendente, acusado na qualidade de Comitente Beneficiário, alega resumidamente o que se segue:

- a. A Refer operou conjuntamente com o defendente em somente duas das nove operações *day trade* por este realizadas;
- b. Todas as ordens de compra e venda emitidas pelo defendente foram regularmente cumpridas durante as janelas de especificação da BM&F;
- c. Os ganhos do defendente foram inferiores a de outros clientes não acusados neste PAS, bem como se mantiveram constantes mesmo após ter a Refer cessado suas operações;
- d. A acusação reconhece e afirma expressamente que não há qualquer vínculo entre o defendente e os demais acusados neste PAS e também revela que não há qualquer documento que evidencie um favorecimento do defendente que pudesse ser diretamente relacionado às operações da Refer.

- Adalto Carmona Cortes (fls. 8700/8708)

108. O defendente, acusado na qualidade de Diretor Financeiro da Refer entre julho de 2003 e fevereiro de 2004, alega resumidamente o que se segue:

- a. Ao assumir o cargo de Diretor Financeiro da Refer, não tendo conhecimento sobre o funcionamento do mercado de capitais e diante dos maus resultados financeiros até então existentes, convidou o Sr. Bruno Grain para o cargo de Gerente de Investimentos, com autonomia para realizar os investimentos dentro dos parâmetros estabelecidos pelo Comitê de Investimentos e da política de investimentos aprovada pelo Conselho Deliberativo;
- b. Durante sua gestão, não teria determinado qualquer tipo de aplicação ou operação específica, tampouco teria sido alertado sobre quaisquer irregularidades. Ao contrário, houve o crescimento de rentabilidade da Refer, tendo sido alcançadas e superadas todas as metas estabelecidas pela Política Anual de Investimentos;
- c. Como Diretor Financeiro, o defendente "se preocupava com a rentabilidade econômica e a saúde financeira da instituição, sem ficar se imiscuindo em detalhes operacionais, mesmo não possuindo conhecimentos específicos, mas confiava nas informações recebidas e principalmente, nos resultados positivos que estavam sendo obtidos para a REFER."

- Eduardo Cunha Telles (fls. 7797/7940)

109. O defendente, acusado na qualidade de Coordenador de Investimentos (entre julho de 2003 e fevereiro de 2004) e Diretor Financeiro (entre fevereiro e abril de 2004) da Refer, alega resumidamente o que se segue:

- a. A acusação restringe-se ao suposto fato de que não despediu no prazo devido o Sr. Bruno Grain, então Gerente de Investimentos da Refer, cuja permanência no cargo até 01.04.04 teria agravado os prejuízos verificados, em descumprimento à recomendação do Conselho Deliberativo da fundação de 08 e 09.03.04. Argui, todavia, que teria cumprido tal recomendação ao requerer ao então Diretor-Presidente da Refer, em 19.03.04, o desligamento de Bruno Grain e sua consequente substituição. A esse respeito, cita ainda decisão do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), proferida em 06.12.06 no âmbito do Processo MPAS/nº 44000.01529/2005-39, reconhecendo que a competência para demitir o Sr. Bruno Grain não competia ao defendente e sim ao Diretor-Presidente da Refer<sup>54</sup> (fls. 7819/7831);
- b. Apresenta seu histórico profissional junto à Refer, destacando que assumiu o cargo de Coordenador de Investimentos em 01.10.03, concomitantemente com o de Gerente de Investimentos Imobiliários (fls. 7832), onde permaneceu até 17.02.04. Em 18.02.04 assumiu o cargo de Diretor Financeiro, onde permaneceu até 12.04.04;
- c. Acompanhava o resultado das operações efetuadas através dos "Relatórios de Consolidação das Operações de Investimento" elaborados mensalmente pela Gerência de Análise de Investimentos a partir de informações geradas pela Gerência de Investimento Imobiliário e pela Gerência de Investimentos Mobiliários (Relatório referente a janeiro de 2004 às fls. 7886/7930), e acompanhava o resultado da rentabilidade dos investimentos e a análise de risco das operações através dos "Relatórios de Avaliação da Política de Investimento e Resumo do DAIEA" (relatórios referentes aos 1º e 2º trimestres de 2004 às fls. 7865/7885), não tendo sido apontadas discrepâncias no período;
- d. Quando assumiu a Diretoria Financeira encontrou uma equipe formada, incluindo o Gerente de Investimentos Bruno Grain, que teria sido levado à fundação pelo seu antecessor, Sr. Adauto Carmona. Alega que nunca efetuou qualquer contato com as corretoras, atribuição do Sr. Bruno Grain, único responsável pela transmissão das ordens. Isso porque o defendente desconhecia os procedimentos e o *modus operandi* do mercado de capitais<sup>55</sup>, fato de conhecimento dos demais administradores da REFER, tendo aceitado ocupar a Diretoria Financeira por saber que contaria com assessoria profissional;
- e. À exceção de Bruno Grain e Adalto Carmona, respectivamente Gerente de Investimentos e Diretor Financeiro da Refer à época dos fatos, desconhece os demais acusados no presente PAS.

- Bruno Grain de Oliveira Rodrigues (fls. 8536/8560)

110. O defendente, acusado na qualidade de Gerente de Investimentos da Refer à época dos fatos, alega resumidamente o que se segue:

- a. A administração da carteira de investimentos da Refer realizada pelo defendente foi "manifestamente exitosa", tendo sido alcançadas e superadas todas as metas estabelecidas pela Política Anual de Investimentos da fundação, tendo, inclusive, suplantado o índice IBX-50. Deste modo, não há que se falar em prejuízos para a Refer;
  - b. A acusação não levou em consideração a totalidade das operações da Refer, mas apenas pequena parte delas, e também os movimentos das ações e da Bolsa como um todo;
  - c. À exceção do Sr. Carlos Eduardo Carneiro Lemos — que participou juntamente com o defendente de quadro social de uma sociedade há muito inexistente —, a Comissão de Inquérito não conseguiu comprovar (até porque não existiria) qualquer ligação entre o defendente e os demais acusados neste PAS. O Colegiado desta CVM já se manifestou no sentido de que não é suficiente para a comprovação do conluio a existência de vínculos superficiais ou de relacionamento profissional e comercial entre os investigados (PAS CVM nº 16/05 e nº 29/03);
  - d. A atuação do defendente se limitava a determinar a realização das operações que, dentro da estratégia de investimento, serviam como hedge para as demais aplicações da fundação, não possuindo qualquer ingerência (ou mesmo ciência) nas especificações ou eventuais reespecificações das operações, que se dava no âmbito das corretoras. A respeito, cita decisão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no sentido de que não se pode cogitar de condenação do agente que não tinha a pré-ciência do dito esquema ilícito (Recurso nº 5.523/04, 243ª Sessão);
  - e. Com relação às operações intermediadas pela corretora Novinvest, o defendente argui que (i) os únicos dois negócios com Ibovespa futuro foram realizados com uma distância de cerca de três meses entre eles (05.12.03 e 01.03.04, tabelas 14 e 25), verificando-se uma enorme discrepância entre os números dos ajustes e de quantidade de contratos, o que demonstraria a inexistência de qualquer relação entre as operações dos ditos Comitentes Beneficiários e as operações da Refer. Além disso, as operações jamais poderiam ser realizadas de forma orquestrada, já que separadas pelas janelas de especificação; (ii) quanto aos negócios realizados com opções na Bovespa, a Refer igualmente teve participação em apenas duas operações, as quais lhe geraram significativos proveitos, já que o preço de recompra foi menor que o de venda. Naquela realizada em 03.03.04 (tabela 29), não se verificou nenhuma relação entre os valores adquiridos pelos comitentes beneficiários e aqueles vendidos pela Refer. Já as operações realizadas pela fundação em 09.03.04 (tabela 30) seriam absolutamente justificadas pelo fato da existência de posição vendida em TNL44 na abertura do pregão;
  - f. Quanto às operações realizadas junto à corretora Schahin, o defendente argui que: (i) na BM&F, a Refer operou apenas três vezes (06.02, 20.02, e 26.02.04, tabelas 34, 35 e 36), verificando-se a mesma discrepância relatada nas operações na Novinvest, com relação aos números dos ajustes e de quantidade de contratos negociados pela fundação e pelos Comitentes Beneficiários e também com relação às janelas de especificação. Quanto ao pregão de 26.02.04, argui ainda que a Refer e o Fundo Zircônio aparecem em lados opostos, o que demonstraria que não existe nenhuma orquestração entre eles; (ii) na Bovespa, o relatório faz alusão a apenas uma operação (em 26.02.04)<sup>56</sup>, onde a quantidade de contratos negociados pela suposta beneficiária era muito superior aos adquiridos pela fundação, não havendo nenhuma ligação entre a atuação dos dois agentes, feitas em momentos diferentes;
  - g. As operações da Refer na corretora São Paulo não são diferentes, sendo todos os negócios lícitos e regulares: (i) a primeira operação se deu no dia 16.03.04 (tabelas 49 e 50), na qual os supostos beneficiados compraram e venderam TNL44, enquanto que os papéis vendidos pela Refer foram TNL44; (ii) a segunda operação se deu no dia 18.03.04 (tabela 51) e, através de análise da referida tabela, percebe-se que os comitentes negociaram, em conjunto, uma quantidade de contratos muito superior ao volume negociado pela Refer, o que impede a cogitação de operação casada ou de conluio. Entretanto, o fato mais relevante é a circunstância de que, dos negócios celebrados pelos comitentes, uma parte ínfima foi realizada na mesma janela de especificação das compras da Refer, tendo a esmagadora maioria sido realizada muito antes da entrada da fundação no mercado; e (iii) a última operação ocorreu em 24.03.04 (tabela 56), onde também se verificou que as ordens da fundação e do suposto beneficiário foram especificadas em janelas diferentes, o que inviabilizaria qualquer tentativa de direcionamento.
- Paulo Roberto Almeida Figueiredo (fls.8367/8413)

111. O defendente, acusado na qualidade de Presidente do Núcleo à época dos fatos, alega resumidamente o que se segue:

- a. Preliminarmente, a inadmissibilidade do uso de prova emprestada, nos termos do art. 30 da Lei nº 9.784/99<sup>57</sup> e do art. 5º, LVI, da Constituição Federal<sup>58</sup>. Neste ponto, a defesa refere-se ao depoimento concedido por G.A.F. (já falecido), então Diretor Financeiro do Núcleo, à CPMI dos Correios. A seu ver, considerar tal prova testemunhal para fins condenatórios feriria os princípios do devido processo legal e do contraditório visto que fora obtida em fase investigatória em que o Sr. G.A.F. objetivava esclarecer suas próprias responsabilidades;
- b. No mérito, nega sua participação ou mesmo conhecimento do suposto "conluio", arguindo, ainda, a inexistência de indício do aferimento de qualquer benefício de sua parte;
- c. Apresenta-se como um profissional qualificado para exercer o cargo de presidente do Núcleo, pós-graduado em engenharia e com "consistente e respeitável currículo em áreas de treinamento e gestão de pessoal e de administração de empresas no setor nuclear", para fins de demonstrar que não teria sido eleito Diretor Presidente da fundação por conveniência ou oportunismo;
- d. Embasando-se no Estatuto Social do Núcleo (art. 46), no Quadro de Poderes e Competências da Instrução Normativa nº 001/00 e na Estrutura Organizacional para a Tomada de Decisões de Investimentos e Competências da entidade (aprovada na reunião ordinária do Conselho Deliberativo de 29.12.03), o defendente afirma que a direção, coordenação e controle das atividades financeiras do Núcleo (atos referentes à compra e venda de ações, aplicação de recursos em fundos de investimento, etc.) eram de responsabilidade exclusiva do Diretor Financeiro, o que teria ainda sido corroborado nos depoimentos prestados pelo Diretor de Benefícios e pelos próprios Diretor, Gerente e Analista Financeiro do Núcleo à época dos fatos. Vale dizer, argui que "todas as questões atinentes aos investimentos realizados em nome do instituto Núcleo, e, assim, do fundo Zircônio, encontravam-se adstritas normativa e faticamente à Diretoria Financeira";
- e. Contrapondo a alegação da Comissão de Inquérito de que o Sr. G.A.F. não poderia ser responsável pelas decisões de investimentos do Núcleo, uma vez que não possuiria qualificação técnica para o cargo que ocupava, o defendente alega que aquele era graduado em Estatística pela Escola Nacional de Ciências Estatísticas, especialista em Gestão pela Qualidade Total pela UFF<sup>59</sup>, e que foi eleito por unanimidade de votos pelo Conselho Deliberativo em reunião realizada em 31.07.03. Teria ainda sido indicado como responsável pelas aplicações dos recursos da entidade perante a Secretaria de Previdência Complementar. Ademais, o defendente argui que, nas reuniões do CCI e também nas reuniões do Conselho Fiscal, o então Diretor Financeiro teria demonstrado ter o devido conhecimento técnico sobre os investimentos da fundação e prestado todos os esclarecimentos solicitados<sup>60</sup>;
- f. Foi o próprio Diretor Financeiro, em reunião do CCI realizada em 04.09.03 (fls.5612/5613), quem propôs a criação de dois fundos de investimentos em ações e, para tanto, a alteração no Plano de Aplicação de Recursos de 2003, para os segmentos de renda fixa e renda variável;
- g. Não conhecia as operações em minúcias. Tais detalhes somente seriam de conhecimento da Diretoria Financeira, que não as repassava aos demais diretores e membros dos órgãos de deliberação e assessoramento do Núcleo, os quais tomavam conhecimento dos investimentos realizados pela fundação e sua rentabilidade em linhas gerais, a partir da análise e apresentação dos relatórios gerenciais elaborados por aquela diretoria, a quem se confiava a atuação no melhor interesse do Núcleo;
- h. Os Planos de Aplicações de Recursos do Núcleo, assim como as demonstrações contábeis relativas ao período em exame sempre foram aprovados por unanimidade pelos membros da Diretoria Executiva, do Conselho Deliberativo e do Conselho Fiscal da fundação;
- i. Com relação ao e-mail por ele enviado à Fabianna Carneiro Carnaval em 19.11.03 — mencionado no parágrafo 406 da peça acusatória e anexo às fls. 7407 dos autos —, o defendente destaca que se refere à compra de cotas do CRT Fundo de Investimento em Participações, no valor de R\$ 10 milhões, a qual foi formalmente objeto de proposta do próprio Presidente a 352ª Reunião da Diretoria Executiva, cuja ata integra a página 5487 dos autos<sup>61</sup>. A esse respeito, o defendente argui que: "Dita operação, contudo, em nada se relaciona às transações objeto do presente Processo, não devendo ser leviana e superficialmente citada para fazer supor alguma participação do Defendente nas indigitadas operações com índices e opções objeto do presente Processo." E complementa: "Não se tratou de operação corriqueira e de gestão ordinária dos recursos do Instituto. Tratava-se de operação portentosa, excepcional, para aplicação em Fundo de Investimento em Participações e, destaque-se, no substancial valor de R\$10 milhões." (fls. 8406/8407);
- j. Apenas para fins argumentativos, dispõe que se poderia aventar, no máximo, alguma responsabilidade ao mesmo, na qualidade de presidente do Núcleo, por uma eventual falta de diligência, por não ter sido capaz de identificar a ocorrência de supostas irregularidades na condução das aplicações do fundo ou por ter confiado nas decisões da Diretoria Financeira e, dessa forma, não ter adotado medidas corretivas para as perdas suportadas pelo fundo em tempo hábil. Porém, nessa hipótese, estaria afastada de plano a competência da CVM para apuração dos fatos, na medida em que tal atribuição compete exclusivamente ao órgão regulador das entidades fechadas de previdência complementar;
- k. Nesse tocante, faz referência à decisão tomada em 25.08.08 pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar (Auto de Infração nº 32/05-10), que decidiu pela absolvição do defendente, acompanhando o voto do relator, nos seguintes termos:

"(...) o Sr. [G.A.F.], como Diretor Financeiro à época, deveria atentar-se para o controle de avaliação de riscos quanto aos contratos de opções flexíveis, sendo ainda da sua competência encaminhar os estudos realizados para a Diretoria Executiva. Verifica-se do que restou nos autos, entretanto, que nada foi informado à Diretoria Executiva.

Nesse contexto, nem o Presidente da Entidade, nem o Diretor de Benefícios, ao que se verifica das provas acostadas, tomaram conhecimento da situação em referência. Em sendo assim, considerando-se não fazer parte das suas atribuições específicas esse tipo de cautela ou comando, não se poderia responsabilizá-los por tais ações ou mesmo omissões nesse sentido."(grifo do original)

- Fabianna Carneiro Carnaval<sup>62</sup> (fls.8155/8182)

112. A defendente, acusada na qualidade de Gerente Financeira do Nucleos à época dos fatos, alega resumidamente o que se segue:

- a. Não possuía qualquer ingerência sobre as decisões relativas às aplicações em renda variável da fundação (nas quais se incluem as do Zircônio), competindo-lhe apenas executar e transmitir as diretrizes adotadas pela Diretoria Executiva, aprovada pelo Conselho Deliberativo com aval do Conselho Fiscal. A responsabilidade pela deliberação sobre tais aplicações era, segundo contido no próprio Estatuto da fundação, das Diretorias Financeira e Executiva, as quais a defendente estava diretamente subordinada;
- b. Confunde a CVM o fato de, na qualidade de gerente financeira, ter sido copiada nos e-mails, ter emitido algumas ordens de operações por determinação dos responsáveis por tais decisões e ter prestado esclarecimentos ao Conselho Consultivo acerca das situações envolvendo o Zircônio, com o fato de ter ingerência e poder de decisão em tais situações;
- c. Esteve ausente de seu ambiente de trabalho de janeiro a maio de 2004, em licença maternidade, o que impossibilitaria ser a defendente uma das responsáveis pelas infrações a ela imputadas, observando-se que o grande volume das operações analisadas ocorreu justamente no período em que se encontrava de licença<sup>63</sup>. Quanto ao argumento trazido pela acusação de que a defendente continuou a receber os e-mails sobre as operações mesmo no gozo de sua licença, arguiu ser "do conhecimento de todos que trabalham, seja em empresa, escritório ou até mesmo em órgão (sic) públicos, que ninguém deixa de ser copiado em mensagens eletrônicas quando está ausente." (fls. 8167);
- d. O Nucleos se utilizava dos serviços de empresa especializada em consultoria financeira - Risk Office para análise e seleção de ativos, ficando a cargo do Diretor Financeiro acatar ou não os relatórios apresentados, bem como que a gestão de recursos do Zircônio era feita pela Industrial DTVM.

• Industrial do Brasil DTVM Ltda. (fls. 8287/8318)

113. A defendente, acusada na qualidade de administradora da carteira do Zircônio à época dos fatos, alega resumidamente o que se segue:

- a. Chama inicialmente a atenção para o fato de as análises efetuadas pela Comissão de Inquérito não terem abrangido o volume total de operações que foram realizadas em nome do Zircônio no mesmo período e até cursadas junto a outros intermediários;
- b. A gestão da carteira do Zircônio seria basicamente executada de forma não discricionária, imposição do Nucleos (único cotista), que escolhia os investimentos para a carteira do fundo e, além disso, ordenava as operações diretamente junto aos intermediários, estes devidamente selecionados e aprovados pela fundação. Argui que os atos de gestão seriam comandados por representantes da Gerência Financeira e contariam com o crivo da Diretoria Financeira, a quem aquela gerência era diretamente subordinada. Afirma que "realizava o 'compliance' das operações e negócios efetivados em cada dia, de modo a conferir se os mesmos conformavam com os limites e as características da carteira do fundo, repassando o quadro final diário para a Gerência de Investimentos do NUCLEOS.";
- c. Deve ser ressaltado o fato de não ser acessível e mesmo possível à defendente conhecer as contrapartes das alegadas operações tidas por irregulares e, menos ainda, sobre os resultados auferidos por essas contrapartes ou sobre a forma como as intermediárias lançavam essas operações;
- d. A Comissão de Inquérito não levou em consideração os ajustes advindos do "carregamento de posições", que compõem, em conjunto com o "ajuste do dia", o denominado "ajuste diário", para fins de apuração dos valores que foram efetivamente levados a débito ou a crédito das contas margem de garantia. Igualmente não teriam sido considerados: o valor total dos ativos do fundo; o valor total de seu patrimônio líquido; e uma análise comparativa entre o montante das "perdas" versus o volume de operações cursadas dentro no mesmo período analisado. Desse modo, alega que a acusação teria destacado apenas os valores dos "ajustes do dia" negativos ocorridos, para fins de embasar a suposição de que as mesmas não poderiam passar despercebidas pelo gestor;
- e. Uma vez que não foi informado o resultado final das correspondentes operações de futuro, nem sequer foi feito o parâmetro com o valor dos contratos e dos lucros que delas adveio, não se poderia supor que resultados operacionais do Zircônio pudessem ter sido muito melhores do que efetivamente o foram (caso a Industrial tivesse agido de outro modo), quanto mais servir para comprovar qualquer desídia operacional. Não haveria provas materiais e nem técnicas suficientes para provar o envolvimento da defendente nas perdas ocorridas, uma vez que a própria dimensão dos prejuízos é incerta ao se basear em montantes apenas somados e dados parciais;
- f. O inquérito originou-se de trabalhos rotineiros de acompanhamento dos negócios cursados na Bovespa, não tendo havido qualquer reclamação por parte do Nucleos, alegando eventual dano ou prejuízo, até porque este – investidor institucional e profissional – participava ativamente das operações. Do mesmo modo, inexistiria qualquer questionamento por parte do órgão regulador das entidades de previdência privada;
- g. Todas as considerações e levantamentos feitos pela CVM giraram exclusivamente ao redor do *modus operandi* dos intermediários, além dos tais "ajustes do dia" negativos e a razão de os mesmos terem sido detectados;
- h. A defendente questionou, inclusive formalmente, os representantes da área financeira do Nucleos a respeito das operações e resultados que estavam sendo apurados na carteira do Zircônio, tendo em vista que tais negócios e escolhas de investimentos seriam diretamente comandados pela Gerência de Investimento da referida entidade. Portanto, concluiu que há que se reconhecer que, dentro das possibilidades de uma efetiva gestão compartilhada ou não discricionária do Zircônio, a defendente "instou e consultou o único cotista sobre o desempenho da carteira, sempre recebendo instruções e informações no sentido de continuidade dos negócios em face de um planejamento maior e centrado nos resultados globais do instituto, como investidor obrigado a seguir as determinações da Resolução CVM nº 3132/2003."

• Abílio Nascimento Neto (fls. 7978/8042)

114. O defendente, acusado na qualidade de Diretor responsável à época dos fatos pela prestação de serviços de administração de carteiras da Industrial DTVM, alega resumidamente o que se segue:

- a. Apresenta inicialmente um "breve apanhado sobre as características fáticas e operacionais" do Nucleos, dando destaque à "efetiva ingerência direta por parte de representantes da área de Gerência de Investimentos e da Diretoria Financeira" da fundação nas operações e investimentos do Zircônio, ressaltando ainda que também a escolha dos intermediários e dos próprios administradores dos diversos fundos de investimentos era exercida pelos gestores do Nucleos, conforme se verificaria das atas das reuniões do Comitê Consultivo de Investimentos da fundação anexas aos autos. Apresenta, para fins de demonstrar a citada ingerência da fundação, a "Política de Investimentos" aprovada pelo Conselho Deliberativo em 30.12.04, onde restaria claro a "gestão não-discricionária e compartilhada" exigida pelo Nucleos aos administradores externos (fls.8002/8038), bem como carta fornecida pelo Nucleos e datada de 01.07.05 (fls. 3195);
- b. Quanto às imputações a ele atribuídas e vedadas pela Instrução CVM nº 08/79 (realização de prática não equitativa e de operações fraudulentas), dispõe que não teria sido acusado de praticar algum ato próprio caracterizado como irregular, em relação às operações do Zircônio, mas por ter participado de um suposto conluio. Argui que a ocorrência de um conluio pressupõe a existência de uma relação prévia entre as partes, contudo, não teria sido comprovado nos autos que o defendente conhecia ou mantinha qualquer tipo de relação com os investidores acusados no presente PAS. O defendente alega que apenas mantinha contato com os representantes do Nucleos e dos intermediários, restando ainda demonstrado que as operações eram diretamente ordenadas por pessoa da Gerência de Investimentos da própria fundação, sendo os dados das negociações realizadas repassados à administração do fundo ao final do dia, como comprovariam os e-mails anexos ao volume 20 dos autos;
- c. Questionou os representantes do Nucleos em diversas oportunidades a respeito das orientações quanto às operações e investimentos realizados, anexando, para fins de comprovação, e-mail recebido de Fabianna Carneiro Carnaval, contendo resposta a questionamento efetuado pelo defendente, demonstrando que o Nucleos conhecia perfeitamente a situação e que desejava continuar a manter-se à frente do comando das operações, dentro da linha por eles traçada (fls. 8042). Desse modo, entende que não haveria provas suficientes que demonstrassem a existência do suposto conluio, menos ainda de ter o defendente praticado qualquer ato lesivo ou em fraude no mercado de valores mobiliários, especialmente em relação ao Zircônio e suas operações;
- d. Quanto à imputação de falta de diligência na administração e gestão da carteira do Zircônio (Instruções CVM nº 302/99 e nº 306/99), o defendente argui a falta de comprovação dos reais prejuízos ao fundo, vez que os "ajustes do dia" não se revelariam suficientes a uma perfeita análise de valores e resultados finais, sendo necessário considerar outros elementos, tais como o valor de cada "ajuste de carregamento" para cada dia em que houve o "ajuste do dia" negativo; o valor de cada "ajuste final" apurado também em cada dia; e o significado dos valores individuais dos "ajustes do dia" frente ao volume das operações do Zircônio e também em relação ao seu patrimônio líquido. Assim, refuta que as operações tenham gerado reais prejuízos para o fundo e, mais ainda, que pudessem ser as aventadas "perdas contumazes" perceptíveis a ponto de exigirem qualquer tipo de "diligência exigida pela circunstância".

• Carolyne Moura Munhoz (fls. 8046/8074)

115. A defendente, acusada na qualidade de funcionária do Banco Industrial S.A. à época dos fatos, alega resumidamente o que se segue:

- a. Argui preliminarmente sua ilegitimidade para figurar no polo passivo do presente PAS, visto que não se enquadraria em nenhuma das alíneas do inciso I da Instrução CVM nº 8/79 que elencam os sujeitos passivos a que se aplicam as vedações previstas nesse normativo. Defende que, no período investigado, figuraria apenas como trainee do Banco Industrial e, como tal, não detinha qualquer poder de representação para atuar em nome do Banco, muito menos em nome do Zircônio, uma vez que a representação legal deste seria atribuição da instituição administradora. Segundo a defendente, desempenhou atividades administrativas auxiliares (back-office) junto ao departamento da instituição ligada que cuidava da

administração dos fundos de investimento, recepcionando as informações e planilhas referentes às operações realizadas de modo a suportar as atividades de compliance da instituição administradora, razão pela qual mantinha contato com as pessoas envolvidas em todo esse processo;

- b. Foi arrolada como partícipe do alegado conluio com base apenas em "pretensão indício de prova oriundo de umas cópias de e-mails que nunca foram reconhecidos pela DEFENDENTE como seus, impugnáveis como prova até pela estranha (sic) características que eles apresentam.". Destaca, por fim, que estava de férias no período de 01.03.04 a 30.03.04, conforme documentos anexos à defesa<sup>64</sup>;
- c. Argui, assim, que lhe foi imputada responsabilidade pelo descumprimento a dever que não lhe era exigível, bem como a prática de atos sem qualquer base probatória.

#### V – Termos de Compromisso

116. Consoante faculta a Deliberação CVM nº 390/01, foram apresentadas propostas de termo de compromisso<sup>65</sup> por Horácio Pires Adão, Sandro Rogério Lima Belo, Banco Schahin S.A., Carlos Eduardo Schahin, corretora Schahin, Fernando Suzuki, Luis Alberto Siso, corretora Novinvest, Ricardo Siqueira Rodrigues e Renato Lima Silva, todas rejeitadas pelo Colegiado em reunião de 29.11.11, razão pela qual o presente processo segue em relação a todos os acusados. Em 21.11.12, Ricardo apresentou pedido de reconsideração da decisão do Colegiado, o qual foi rejeitado em reunião realizada em 27.11.12.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2012.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Diretor-Relator

Segundo decisão tomada em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 30.11.04 (ata às fls. 2110/2111), o fundo foi transformado em Fundo Multimercado Longo Prazo, passando a denominar-se "Zircônio Fundo Multimercado de Longo Prazo NUC".

2 Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº 003/05 e Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-4/Nº 023/05.

3 PORTARIA/CVM/SGE/Nº 235/2005.

4 Destaca-se que a corretora São Paulo encontra-se em liquidação extrajudicial, conforme publicação no DOU de 05.12.11 (fls. 8771).

5 Art. 61, inciso II, do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.829, de 30.03.01, posteriormente revogada pela Resolução CMN nº 3.121, de 25.09.03, que replicou em seu art. 64, inciso II, a mesma redação do art. 61 daquela norma: "É vedado às entidades fechadas de previdência complementar: (...) II - realizar as operações denominadas day trade, assim consideradas aquelas iniciadas e encerradas no mesmo dia, independentemente de a entidade possuir estoque ou posição anterior do mesmo ativo;". Atualmente, vigora a Resolução CMN nº 3792, de 24.09.09, que dispõe que: "Art. 53. É vedado à EFPC: (...) X - realizar operações de compra e venda de um mesmo título, valor mobiliário ou contrato derivativo em um mesmo dia (operações day trade), excetuadas as realizadas em plataforma eletrônica ou em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros, desde que devidamente justificadas em relatório atestado pelo AETQ ou pelo administrador do fundo de investimento;" (grifamos)

6 A esse respeito, identificou-se uma coincidência grande de resultados favoráveis nos negócios realizados pelos Comitentes Beneficiários em um período no qual a evolução do Ibovespa foi ao sentido oposto ao das taxas de sucesso obtidas por esses investidores.

7 Ainda segundo a Comissão de Inquérito, a não atuação da Refer e do Fundo Zircônio em determinados pregões poderia também ser eventualmente explicada pela possível existência de um esquema de operações irregulares envolvendo várias outras entidades fechadas de previdência complementar, conforme exposto no relatório da CPMI dos Correios (fls. 5699/5724). Deste modo, apenas não estariam sendo imputadas responsabilidades neste PAS como decorrentes dessas operações específicas, "por entender-se que a formulação de acusações, nas condições em que o conjunto probatório constante nos presentes autos foi tomado em consideração, careceria de outros elementos de sustentação que, apesar dos esforços envidados, não foi possível obter no curso da investigação.". (parágrafos 548/549 da peça acusatória).

8 A partir de 02.01.04, a BM&F implementou o sistema de "janelas de especificação" de comitentes, nos termos do art. 11 de Deliberação tomada por seu Conselho de Administração em sessão realizada em 23.09.03 (457ª Sessão), in verbis:

"Art. 11. Exceto pelo disposto no § 1º deste artigo, a especificação das operações será efetuada nos seguintes horários:

I - operação realizada até às 11:30:59 horas: até 12:30:00 horas;

II - operação realizada entre 11:31:00 e 13:00:59 horas: até 14:00:00

horas;

III - operação realizada entre 13:01:00 e 15:30:59 horas: até 16:30:00

horas;

IV - operação realizada entre 15:31:00 e 17:00:59 horas: até 18:00:00

horas; e

V - após 17:01:00 horas: até 19:30:00 horas.

§ 1º As operações decorrentes de ordens emitidas por PLDs, por investidores institucionais, por investidores estrangeiros, por pessoas jurídicas financeiras e por administradores de carteiras ou de fundos de investimento deverão ser especificadas para o cliente final até às 19:30:00 horas.

§ 2º O disposto no parágrafo anterior não abrange ordens de carteira própria de instituições detentoras de títulos patrimoniais de emissão da BM&F da categoria de corretora de mercadorias, bem como das entidades abertas e fechadas de previdência complementar, que deverão ser especificadas na forma do caput deste artigo. (fls. 556) .

9 A esse respeito, a Comissão de Inquérito esclareceu que "o Ajuste do Dia decorre, somente, dos negócios realizados no próprio dia e o Ajuste Total (também conhecido como Ajuste Diário), por sua vez, é composto pelo Ajuste do Dia e também pelo ajuste das posições em aberto no dia anterior (Ajuste por Carregamento)", bem como que "É o Ajuste do Dia que revela se as negociações realizadas no mercado futuro de índice foram efetivamente lucrativas e também é por meio das operações fechadas dentro do dia, medidas pelo Ajuste do Dia, que ocorre a possibilidade de haver favorecimento a alguns clientes por meio das denominadas 'operações com seguro' que serão melhor explanadas no decorrer deste relatório." (parágrafos 32 e 33 do relatório)

10 Destaca-se que, na BM&F, os negócios podiam ser executados sem qualquer especificação inicial de comitente. Assim, se um negócio era executado sem comitente pré-estabelecido e este era especificado dentro do período das "janelas", não era gerado um registro de reespecificação, diferentemente do que ocorria com as transações ocorridas no ambiente da Bovespa.

11 A saber: Carlos Eduardo Carneiro Lemos, Cristiano Costa Beber, Eric Davy Bello, Horácio Pires Adão, João Carlos Seabra da Cruz, Renato Lima Silva, Rogéria Costa Beber, Sandro Rogério Lima Belo e Ricardo Siqueira Rodrigues.

12 "Art. 1º As bolsas de valores devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras no relacionamento com seus clientes e com o mercado, em que deverão constar, no mínimo, os dispositivos que atendam aos seguintes princípios (...)" .

13 "Art. 3º As bolsas devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas corretoras no relacionamento com seus clientes e com os demais participantes do mercado, atendendo aos seguintes princípios (...)" .

14 "Art. 5º As sociedades corretoras devem manter documento, datado e assinado pelo cliente ou por seu mandatário legal devidamente constituído, antes da realização da primeira operação ordenada, onde constarão, no mínimo, as seguintes declarações: (...) III - que opera por conta própria ou, em caso contrário, indicar, claramente, em nome de quem pretende operar;"

15 "Art. 11. Do cadastro a que se refere o caput do art. 9º, ou de documento a ele acostado, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador devidamente constituído, de que: (...) III - opera por conta própria, e se autoriza ou não a transmissão de ordens por representante ou procurador, devidamente identificado;"

16 A saber: Banco Schahin S.A., Christian de Almeida Rego e Rogéria Costa Beber.

17 Atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A. (fls. 8772).

18 Luis Alberto Siso alegou que saiu da corretora Schahin pelo fato de seu antigo diretor, Fernando Suzuki, haver iniciado uma investigação interna sobre suas operações, sem que lhe fosse comunicado este fato; ferido em seus bríos, travou com ele uma discussão pessoal que culminou na sua demissão.

19 A saber: Banco BRJ S.A., Cristiano Costa Beber, Rogéria Costa Beber e Rodrigo Bezerra de Melo Paraense.

20 Destaca-se que a corretora São Paulo não possuía carta-potente para operações na BM&F.

21 A esse respeito, a Comissão de Inquérito apurou que a afirmação de Rodrigo Paraense de que "sabia que o Banco BRJ e o Fundo Zircônio eram clientes da corretora São Paulo, mas nunca operou para eles" seria falsa, pois, pelo menos em relação à atuação do Zircônio, o próprio depoente teria enviado vários e-mails para Fabiana Carneiro Carnaval (Gerente Financeira



do NUCLEOS) com o resultado das operações intermediadas pela corretora São Paulo para o fundo, de sorte que "sua declaração de que não era o responsável pelos diversos comitentes envolvidos no esquema em questão carece de fundamento" (parágrafo 230 do relatório).

22 A Comissão de Inquérito destacou que os Comitentes Beneficiários não conseguiram explicar e comprovar satisfatoriamente suas estratégias de investimento, em razão do resultado de sua performance e por que, no caso dos ganhadores, deixaram de operar quando obtinham altas taxas de sucesso em seus *day trades*.

23 Segundo depoimento do presidente da Refer à época dos fatos, prestado à CPMI dos Correios, Bruno Grain teria sido indicado por Adalto Carmona em razão da recomendação de seu nome por Murillo de Almeida Rego, operador de mercado, que era seu amigo pessoal (parágrafo 298 do relatório da Comissão de Inquérito).

24 O CDI era composto pelos gerentes financeiros (de Investimentos, Análise e Imobiliário), todos os diretores, o Gerente de Atuação e o Presidente.

25 Destaca-se que a Refer não possuía ficha cadastral na corretora São Paulo, existindo apenas cópia de alguns documentos, como as identificações dos diretores e as demonstrações financeiras de 31.12.03. Segundo a corretora, a fundação iniciou suas operações com o compromisso de enviar o cadastro em um curto espaço de tempo, que, porém, nunca foi enviado ou sequer preenchido, o que levou ao bloqueio de sua conta em abril de 2004. Já a ficha cadastral da Refer na Schahin era datada de 14.02.04, embora a fundação tenha iniciado as operações por intermédio dessa corretora em 09.02.04. Outra discrepância verificada foi a inclusão do nome de R.A. (que substituiu Bruno Grain pelo período de 15 dias) na ficha cadastral da Schahin como pessoa autorizada a emitir ordens em nome da fundação, tendo ela ingressado na Refer apenas em 08.03.04.

26 Como já referido no presente relatório, Adalto Carmona foi dispensado em 18.02.04 por renúncia do cargo de Diretor Financeiro, sendo Eduardo Telles nomeado para a função.

27 Os resultados de 03 a 14/04/04, e o balanço que o Diretor Financeiro do banco presidente do banco de desdobramento de operações financeiras do fundo o compareceu dentro de medidas de segurança, visto de dia 14/04/04 foram feitas operações no mercado de ações que resultaram em prejuízo para a Refer de valor de R\$ 600.000,00. Encerrado em 16/03/04 pelo Conselho Deliberativo da Refer, a execução de Bruno Grain se efetivou em 01/04/04.

28 Realmente, decidiu-se expedir a contratação de perita técnica e a partir do resultado de análise requerida à CVM (Relatório CDDCL de 06 a 07/07/04) (fls. 386).

29 Segundo o artigo 1º do Regulamento de Mercado de Capitais, a análise de crédito de instituições financeiras é realizada pelo Conselho de Regulação e Controle de Mercado de Capitais, em conjunto com o Conselho de Regulação e Controle de Mercado de Capitais.

30 Segundo o artigo 1º do Regulamento de Mercado de Capitais.

31 Segundo o artigo 1º do Regulamento de Mercado de Capitais.

35 Instrução CVM nº 306/99 (vigente à época dos fatos): "Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...) II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão;"

Instrução CVM nº 302/99 (vigente à época dos fatos): "Art. 57. Incluem-se entre as obrigações do administrador do fundo: (...) IV - empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, tomando inclusive as medidas judiciais cabíveis;"

36 Nos termos da carta do Nucleos, os Diretores Financeiros e de Benefícios declaram, entre outros, que: " durante o período da administração da Industrial do Brasil DTMV, todas as ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários foram realizadas por nós, com consulta prévia, para posterior liquidação, e que o controle financeiro e custódia foram exercidos inicialmente pelo Citibank, passando em 01/06/2004 para o HSBC até a presente data. A atuação da Industrial do Brasil DTMV se restringiu a administração dos ativos e atos administrativos.".

37 Para embasar tal posicionamento, os defendentes citaram a Doutrina e a jurisprudência, incluindo decisões proferidas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

38 No âmbito da CVM, citam, por exemplo, os PAS nº RJ2002/2405 e nº 06/95.

39 Nesse sentido, citam, entre outros, decisão do Tribunal de Alçada Criminal de São Paulo, que assim dispõe: " A prova indiciária somente é bastante à incriminação do réu quando formadora de uma cadeia concordante de indícios sérios e graves, unidos por um liame de causa e efeito, excludente de qualquer hipótese favorável ao acusado." (TACRSP-JTACRESP 38/167)

40 Citam, por exemplo, os seguintes PAS: 08/79, 04/80 e 06/94.

41 Citam, por exemplo, os seguintes PAS: 03/05 (julgado em 02.07.08), 23/00 (julgado em 25.05.10), 16/05 (julgado em 10.08.10), 14/06 (julgado em 31.08.10).

42 Tabela 1 – Resumo de operações da Refer com IND na BM&F, intermediadas pela Schahin e Novinvest, de novembro 2003 a março 2004

Corretora	Mercado	Quantidade de Contratos		Ajuste (R\$)	
		Compras	Vendas	Do Dia <sup>(1)</sup>	Total <sup>(2)</sup>
Schahin	Ibovespa	50	965	(1.089.030,00)	(2.720.190,00)

(1) Ajuste do Dia: é referente aos negócios efetuados no dia e reflete a qualidade da execução (vide seção III.1).

(2) Ajuste Total: soma do Ajuste do Dia com o Ajuste de Abertura, ou seja, inclui o carregamento da posição ao Ajuste do Dia.

Tabela 2 - Taxa de Sucesso 1 na Schahin – fevereiro 2004

Cliente	Total de pregões em que operaram (A)	Total de dias com Ajuste do Dia positivo (B)	Taxa de Sucesso 1 (B/A)
Refer	7	1	14,2 %
Fundo Zircônio	15	2	13,3 %
Banco Schahin	15	13	86,6 %

43 Tabela 3 - Taxa de Sucesso 2 na Schahin – fevereiro 2004

Cliente	Nº de Day trades (A)	Nº de Day trades com Lucro (B)	Taxa de Sucesso 2 (B/A)
Rogéria Costa Beber	5	5	100,0 %
Christian de Almeida Rego	2	2	100,0 %

44 Segundo definição dos próprios defendentes: "As Contas Master constituem contas abertas exclusivamente para gestores de recursos que cadastram uma conta principal (a Master) e, abaixo dela, todas as demais contas de fundos de investimento sob sua gestão. O intuito dessa conta é permitir ao gestor de muitos fundos utilizar, ao longo do pregão, uma estratégia macro para depois definir pontualmente para onde irão as ordens."

45 O defendente arguiu que 71% (R\$5.250,00) do resultado a ele atribuído na tabela 85 (R\$7.350,00) deveu-se a operações em um dado vencimento (série FEV4) no qual o Fundo Zircônio não operou e sequer teve ordens abertas.

46 A respeito, destaca: "No Brasil esse termo é utilizado, restritamente, para o conjunto de operações realizadas com títulos de emissão do governo, normalmente de curto prazo e utilizado como instrumento de política monetária. Através das operações de Open Market, as autoridades monetárias procuram manter o controle dos meios de pagamento do sistema econômico. No caso brasileiro, estas operações serão realizadas por intermédio das Letras do Tesouro Nacional(LTN) extintas."

47 O defendente apresentou cópia de parte dispositiva da sentença da 47ª Vara do Trabalho/RJ, cópia de atos constitutivos e alteração contratual da corretora São Paulo, informações, procurações e listagem relativas a funcionários da corretora São Paulo, cópia de documentos e depoimentos prestados à CPMI dos Correios e à Justiça Trabalhista e cópia de boletim de ocorrência junto à Polícia Civil (fls. 8198/8285).

48 Ricardo Siqueira Rodrigues teria afirmado que os defendentes "foram indicados por outros clientes da Noninvest, do qual não se lembra os nomes e tornaram-se clientes por captação direta do depoente: todos eles eram investidores experientes do mercado, profissionais que buscavam agilidade e baixo custo."

49 Observa-se que, por ocasião da apresentação de suas razões de defesa, não havia ainda sido julgado o PAS 13/05 (julgado em 25.06.12).

50 Trata-se do PAS 13/2005, cujo julgamento pelo Colegiado da CVM ocorreu em 25.06.12 (após o envio da presente defesa), tendo o Sr. Christian sido absolvido da acusação de realização de operações fraudulentas e condenado ao pagamento de multa equivalente a duas vezes os ganhos auferidos, pela realização de prática não equitativa (decisão disponível no site da CVM).

51 O defendente esclarece que, no âmbito do Direito Penal, entende-se por denúncia inepta aquela que não preenche os requisitos previstos no art. 41 do Código de Processo Penal, em face da carência de descrição do fato em todos os seus detalhes, além de não individualizar a conduta dos agentes.

52 "Art. 18. O Relator devolverá os autos à Superintendência que houver formulado a acusação, para suprir irregularidades, caso a peça acusatória não tenha observado o disposto: I - no art. 6º, incisos I a IV; (...)."

53 O defendente anexou à sua defesa os seguintes documentos: 1) cópia da carteira de trabalho; 2) declaração do empregador, com descrição das atividades por ele desenvolvidas; e 3) declaração da Universidade Católica de Goiás, atestando que foi professor convidado a ministrar as disciplinas "Mercado de Capitais" e "Mercado Financeiro e Mercado de Capitais" (fls. 8142/8146).

54 O CGPC acolheu recurso do Sr. Eduardo Cunha Telles contra decisão da então Secretaria de Previdência Complementar (SPC) que o havia multado em R\$10 mil por ter deixado de tomar, de imediato, as providências necessárias a fim de dar cumprimento à citada determinação do Conselho Deliberativo da Refer, em infração ao disposto em seu Estatuto Social.

55 Destaca que é ferroviário e engenheiro elétrico, sem especialização em operações no mercado de capitais.

56 A defesa aponta equívoco no parágrafo 163 a tabela 40 da peça acusatória, já que o texto cita o Fundo Zircônio ao passo que a tabela faz alusão à Refer. A esse respeito, vide Tabela 19, constante do Anexo III ao relatório da Comissão de Inquérito (fls. 7441), que dispõe sobre as operações com opções na Bovespa realizadas pela Refer.

57 "Art. 30. São inadmissíveis no processo administrativo as provas obtidas por meios ilícitos."

58 "Art. 5º. (...) LVI - São inadmissíveis, no processo, as provas obtidas por meios ilícitos."

59 O Defendente destaca as seguintes informações sobre o programa de graduação disponibilizadas no Programa da Escola Nacional de Ciências Estatísticas: "[n]a área financeira o estatístico pode atuar no departamento de seguros e análise atuarial; na avaliação e seleção de investimentos, no estudo e desenvolvimento de modelos financeiros; no desenvolvimento de informações gerenciais; na definição, análise e acompanhamento de carteiras de investimentos; nas análises de fluxo de caixa; na avaliação e projeção de indicadores financeiros; na análise das demonstrações contábeis; no desenvolvimento e acompanhamento dos produtos e serviços financeiros." (grifos do original).

60 A título de exemplo, cita as reuniões do Comitê Consultivo de Investimentos (CCI) realizadas em 23.10 e 02.12.03, 09.01, 12.02, 20.04 e 15.07.04 (fls. 5617/5629), bem como as reuniões do Conselho Fiscal realizadas em 12.12.03 e 05.03.04.

61 Na verdade, a ata encontra-se às fls. 5497 dos autos.

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 30/2005

### Acusados:

Abílio Nascimento Neto  
Adalto Carmona Cortes  
Banco BRJ S.A.  
Banco Schahin S.A. (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.)  
Bruno Grain de Oliveira Rodrigues  
  
Carlos Eduardo Carneiro Lemos  
Carlos Eduardo Schahin  
Carolyne Moura Munhoz  
Christian de Almeida Rego  
Cristiano Costa Beber  
Eduardo Cunha Telles  
Eric Davy Bello  
Fabiana Carneiro Carnaval Espírito Santo  
Fernando Suzuki  
Hélio Castilho Martins  
Horácio Pires Adão  
Industrial do Brasil DTVM Ltda.  
João Carlos Seabra da Cruz  
Jorge Ribeiro dos Santos  
Luis Alberto Siso  
Luiz Augusto de Queiroz  
  
Murillo de Almeida Rego  
Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.  
Paulo Roberto Almeida Figueiredo  
Renato Lima Silva  
Ricardo Siqueira Rodrigues  
Rodrigo Bezerra de Melo Paraense  
Rogéria Costa Beber  
Sandro Rogério Lima Belo  
São Paulo Corretora de Valores S.A. – em liquidação extrajudicial  
Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.

**Assunto:** Realização de práticas não equitativas e de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários (infração ao inciso II, alíneas "d" e "c", da Instrução CVM nº 08/79), falta de diligência no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes (infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 e ao art. 3º da Instrução CVM nº 387/03), permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral (infração ao art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao art. 9º da Instrução CVM nº 387/03), permissão para operar no mercado de valores mobiliários sem a autorização expressa de cliente (infração ao inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03), não identificação na ficha cadastral de pessoa vinculada à corretora (infração ao inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e ao inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03), falta de diligência na administração e gestão de carteira de fundo de investimento (infração ao inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM nº 302/99).

**Relator:** Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

### Voto

1. Como já relatado, o Inquérito Administrativo CVM nº 30/05 foi instaurado com a finalidade de apurar a "eventual ocorrência de irregularidades em negócios com opções e índice futuro – Bovespa, nos anos de 2003 e 2004, realizados por pessoas físicas e jurídicas em prejuízo da Fundação Rede Ferroviária Federal – Refer, com escopo de trabalho acrescentado em 11.09.06, para também apurar eventuais irregularidades em negócios realizados em operações day trade nos mercados à vista e de opções de ações por determinados clientes, em prejuízo do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC". Uma vez encerrada a sua instrução, a Comissão de Inquérito concluiu pela responsabilização de 31 pessoas, culminando na instauração do Processo Administrativo Sancionador (PAS), para o qual fui designado relator em 24.04.12. Após a análise da extensa documentação que compõe o presente processo, os termos da acusação e os argumentos de defesa, venho, nesta data, expor o meu voto.

#### I - Preliminares

2. Inicialmente, aprecio pedido, protocolado ontem pelo acusado Carlos Eduardo Carneiro Lemos, para que seja juntado aos autos relatório referido nos 13º e 14º pedidos de prorrogação de prazo de instrução do inquérito administrativo, "abrindo-se prazo para manifestação por parte do requerente, antes que se opere o julgamento do mérito do processo, sob pena de nulidade, por violação dos princípios constitucionais da ampla defesa (art. 5º, LV da CF/88 e do devido processo legal (art. 5º, LIV da CF/88)". Transcorridos mais de 2 anos da apresentação de sua defesa, datada de 01.11.10 (fls. 8149/8154), o acusado vem, às vésperas do julgamento, arguir a "existência de omissão da relevante peça técnica, que tem potencial para causar prejuízo ao exercício de defesa do Requerente, na medida em que não se pode afastar, sem fatos fundamentos, conclusões técnicas sobre os fatos em julgamento, mesmo que tais conclusões não sejam do agrado da acusação."
3. O que se depreende da petição às pressas protocolada junto a esta CVM é a existência de um grande equívoco por parte do Sr. Carlos Eduardo. Contrariamente ao que crê o acusado, o documento referido nos citados pedidos de prorrogação de prazo por parte da Comissão de Inquérito não consiste em "análises técnicas realizadas pelas demais áreas para informar os autos deste processo". Tais pedidos de prorrogação, em verdade, fazem referência à "minuta do relatório de instrução", o qual estaria sendo objeto de revisão, incluindo sua adaptação à nova abordagem para os tipos de negócios objeto da investigação, conforme discutido internamente no âmbito de diferentes áreas desta Autarquia. Vê-se que não existia, naquele momento, qualquer documento "devidamente concluído e aprovado", como afirmado pelo acusado, mas apenas rascunho daquilo que viria a ser o Relatório de Acusação, anexo às fls. 7428 a 7627 dos autos deste PAS, ao qual o Sr. Carlos Eduardo teve pleno acesso. Ora, exatamente por não restar concluído nenhum relatório é que se fez necessário requerer a prorrogação do prazo de instrução do inquérito. As denominadas "análises técnicas" que informaram os autos foram devidamente a eles anexadas, tais como o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-4/Nº 023/05 (fls. 1775/1808), o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº 003/05 (fls. 112/191) e a Análise/CVM/SMI/GMN/Nº 002/06 (fls. 3107/3131) cujo acesso foi devidamente concedido a todos os acusados.
4. Ademais, esclareço que o inquérito administrativo foi instaurado em 14.12.05, a partir da emissão da Portaria/CVM/SGE/Nº235 (fls. 01) que designou a Comissão responsável por sua instrução, portanto, antes do advento da Deliberação CVM nº 538, de 05.03.08, a qual estabeleceu a competência da Superintendência de Processos Sancionadores – SPS, em conjunto com Procuradoria Federal Especializada - PFE, para a instrução dos inquéritos administrativos. Referida Deliberação, em seu art. 45, resguardou a validade dos atos praticados antes de sua vigência, de sorte que os inquéritos administrativos já instaurados permaneceram sob instrução das Comissões de Inquérito então designadas, não havendo que se falar, como aduz o acusado, que a instrução do IA CVM nº 30/05 competia à SPS.

5. O Sr. Carlos Eduardo, em sua petição, alega também o meu impedimento para participar do julgamento, considerando que eu teria atuado *"na fase de instrução do processo, proferindo despachos e praticando outros atos"*. Sustenta, ainda, que nos termos do *"princípio amplamente aplicado em qualquer processo punitivo, inclusive judicial, de que quem participa do inquérito ou da instrução não pode participar do julgamento"*.
6. Tal alegação não merece acolhida. Conforme se pode facilmente observar da análise dos autos, os atos por mim praticados enquanto Superintendente-Geral da CVM tiveram caráter eminentemente formal, praticados com o intuito de dar impulso ao processo, na forma da Deliberação CVM nº 457, de 23.12.12, e, posteriormente, da Deliberação CVM nº 538/08, especialmente, dos seus artigos 1º e 3º, respectivamente. Em momento algum se constata qualquer decisão atinente ao mérito da questão tratada, muito menos a formulação de qualquer juízo definitivo de valor sobre a culpa ou inocência das pessoas que foram objeto de investigação, de modo a interferir em minha isenção de ânimo e ensejar impedimento ou suspeição.
7. Transcrevo, assim, o teor dos despachos então por mim proferidos: *"À SFI, de acordo com a proposta de instauração de inquérito de fls. 1579/1598" (fls. 1584); "À SFI, para instaurar inquérito nos termos da Análise de fls. 1513/1537. Destaco a observação constante do último parágrafo da análise" (fls. 3134); e "À SFI, de acordo com a prorrogação" (fls. 1586/1587, 1591, 3137, 3196, 3507, 4572, 4755, 5694, 7410/7411, 7414/7418, 7423, 7425/7427).*
8. Nesse sentido, observe-se que o art. 18 da Lei nº 9.784/99, ao tratar das hipóteses de impedimento no processo administrativo federal, elenca as seguintes hipóteses aptas a dar ensejo a um impedimento: (i) tenha interesse direto ou indireto na matéria; (ii) tenha participado ou venha a participar como perito, testemunha ou representante, ou se tais situações ocorrerem quanto ao cônjuge, companheiro ou parente e afins até o terceiro grau; (iii) esteja litigando judicial ou administrativamente com o interessado ou respectivo cônjuge ou companheiro. Como se pode verificar, a hipótese arguida pelo defendente não se enquadra em nenhuma das elencadas na Lei nº 9.784/99.
9. Por sua vez, as hipóteses de impedimento elencadas no art. 252 do Código de Processo Penal também não contemplam a que está sendo arguida na defesa. Note-se que não obstante incidir a hipótese de impedimento quando o magistrado ou o membro do Ministério Público houverem participado da investigação, tal não se aplica aos denominados despachos de "expediente", como de fato se caracterizam os atos praticados por mim nos autos deste PAS na qualidade de Superintendente-Geral. Neste sentido, ver STF, HC 76.631-1/SP, rel. Min. Marco Aurélio Mello, DJU, 30/04/1998, p. 10.
10. Por fim, não é demais fazer referência às hipóteses de impedimento tratadas no Código de Processo Civil. Neste, igualmente não se observa em quaisquer dos incisos do seu art. 134, hipótese capaz de minimamente se adequar a que está sendo tratada nesta ocasião, razão pela qual e sob qualquer ângulo, concluo pelo não cabimento das alegações suscitadas pelo acusado Carlos Eduardo.
11. Passo agora a enfrentar o argumento preliminar de defesa de incidência da prescrição da ação punitiva da Administração Pública em relação às operações objeto deste PAS.
12. Alegam os acusados que as operações tidas como irregulares ocorreram nos anos de 2003 e 2004, ao passo que o processo administrativo somente veio a ser efetivamente instaurado no ano de 2010, a partir da intimação para apresentação de defesa, quando já esgotado o prazo quinquenal de 5 (cinco) anos estabelecido pelo art. 1º da Lei nº 9.873/99. Ademais, arguem que atos internos de instrução do inquérito e desconhecidos dos investigados não se encaixam no denominado "ato inequívoco que importe apuração dos fatos", previsto no art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/99, de forma que não podem ser considerados causa de interrupção da prescrição.
13. Entendo, contudo, que tal argumento não deve prosperar. A jurisprudência desta CVM é pacífica quanto aos atos de apuração interruptivos do fluxo prescricional, na forma do citado art. 2º, inciso II da Lei nº 9.873/99, como bem destacou o Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do PAS CVM nº 22/94, julgado em 15.04.04<sup>2</sup>:
- "Merece especial atenção, no meu sentir, a hipótese constante do inciso II, do art. 2º, acima mencionado, que faz referência a 'qualquer ato inequívoco que importe na apuração do fato' como causa apta a ensejar a interrupção do prazo prescricional.*
- Nesse sentido, parece-me que qualquer ato praticado pela administração pública, quando tenha por finalidade a apuração ou o esclarecimento do fato, objeto da ação punitiva, insere-se na hipótese prevista no inciso II, do art. 2º, da Lei n.º 9.873/99, desde que seja inequívoco. Dentre esses fatos, por certo se enquadram as diligências, a oitiva de pessoas, inclusive como testemunhas, indiciados ou informantes, a troca ou a solicitação de informações a outros órgãos ou à Bolsa de Valores, e tudo o mais que leve a apurar um fato, um ato ilícito e buscar os seus responsáveis.*
- Nesse particular, lamento divergir da opinião de Nelson Eizirik, para quem o único ato inequívoco capaz de causar, com base no inciso II do art. 2º da Lei n.º 9.873/99, a interrupção da prescrição seria a notificação específica dos indiciados da instauração do processo administrativo."*
14. Mesmo entendimento foi recentemente expresso pela MM. Juíza da 14ª Vara Federal do Rio de Janeiro, ao indeferir pedido de antecipação de tutela visando a suspender PAS instaurado pela CVM<sup>3</sup>:
- "O citado art. 2º, II, da Lei nº 9.873/99 estabelece que se interrompe a prescrição 'por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato', não se exigindo o conhecimento pessoal da parte investigada.*
- A menção ao pronome indefinido 'qualquer' denota a intenção do legislador em incluir como causa interruptiva da prescrição os atos, indiscriminadamente, destinados à apuração dos fatos supostamente irregulares, independente da ciência do interessado.*
- Se o legislador quisesse condicionar a interrupção do prazo prescricional à prévia comunicação ao interessado na prática de um ato de investigação, teria estabelecido redação semelhante a do inciso 'I'.*
- A respeito do tema, cito, mutatis mutandis, os seguintes precedentes (...)"* <sup>4</sup>
15. O presente PAS teve por foco as operações realizadas pelas Fundações e pelos Comitentes Beneficiários, na Bovespa e na BM&F, no período de setembro de 2003 a abril de 2004.
16. Em 19.05.04, a CVM foi notificada pela Bovespa sobre negócios, em condições atípicas, realizados pelas Fundações e alguns Comitentes Beneficiários por intermédio de determinadas corretoras (Relatório de Acompanhamento de Mercado nº 34, referente ao mês de abril de 2004, às fls. 913/919). Tal relatório ensejou a abertura, em 30.09.04, do Processo Administrativo CVM nº SP2004/413, conforme solicitação de inspeção (SOI) emitida pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI). No âmbito desse processo, foram realizados diversos atos inequívocos de apuração das operações realizadas pelo Zircônio e pelos Comitentes Beneficiários citados no Relatório de Acompanhamento da Bolsa, dentre os quais destaco o requerimento de informações adicionais à Bovespa em 04.04.05, bem como a realização de inspeção na Industrial DTMV e na corretora Schahin em 11.05.05 e também na corretora São Paulo em 18.05.05 (cópia dos arquivos de apresentação do inspetor às fls. 1809/1811). Em 23.11.05, a inspeção foi concluída mediante a apresentação do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-4/Nº 023/05 (fls. 1775/1808).
17. Especificamente com relação às operações realizadas pela Refer, em 18.06.04 a CVM recebeu denúncia da própria fundação (fls. 1739), a qual originou a abertura, em 24.06.04, do Processo Administrativo CVM nº RJ2004/3995. No âmbito desse processo, foram também realizados diversos atos inequívocos de apuração dos fatos, dentre os quais destaco o envio à Refer, em 08.07.04, do Ofício CVM/SFI/GFE-2/Nº 035/04 (fls. 192), bem como os Termos de Intimação às corretoras Schahin e Novinvest em 03.12.04 (fls. 559/560 e 920/921). As diligências efetuadas culminaram na apresentação, em 17.06.05, do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº 003/05 (fls. 112/191).
18. Em 07.10.05, foi proposta pela SMI a abertura de inquérito administrativo, com vistas a esclarecer fatos e identificar os responsáveis por eventuais irregularidades analisadas no Processo Administrativo CVM nº RJ2004/3995, a qual foi aprovada pelo Superintendente Geral em 18.10.05. Em 14.12.05, foi emitida a Portaria/CVM/SGE/Nº 235 (fls. 01), designando a Comissão de Inquérito responsável pelos trabalhos de investigação. Nos termos da proposta da SMI de 06.02.06, ao escopo do trabalho da Comissão de Inquérito foram acrescentadas as operações objeto de análise no âmbito do Processo Administrativo CVM nº SP2004/413.
19. No caso concreto, portanto, não restam dúvidas acerca da realização, por esta autarquia, de atos inequívocos de apuração dos fatos, ensejando a interrupção da prescrição nos termos do referido art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/99. Deste modo, entendo que a preliminar de incidência da prescrição da ação punitiva da Administração Pública não deve ser acolhida.
20. Alguns defendentes também arguem preliminarmente a violação aos princípios da ampla defesa, do contraditório e do devido processo legal, porquanto teriam sido notificados da instauração do processo na mesma data em que foi expedida a intimação para apresentação de defesa. Argumentam que, ao prestarem depoimento junto à Comissão de Inquérito, não saberiam o teor da investigação e das acusações, bem como que não lhes foi dada a oportunidade de acompanhar os atos de instrução do inquérito, participando ativamente da colheita de provas e tomada de depoimentos, que foi feita de forma unilateral.
21. Aparentemente, os acusados recorrem a procedimento originalmente previsto no regulamento anexo à Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 454, de 16.11.77, segundo o qual se considerava instaurado o inquérito administrativo com sua notificação, por escrito, a qualquer dos investigados, devendo tal notificação conter a descrição sumária dos fatos que determinaram a instauração do inquérito (art. 2º e parágrafos). Tal norma, inclusive, ensejou a emissão do Parecer de Orientação CVM nº 6, de 28.04.80, para fins de esclarecer que aos indivíduos notificados da instauração do inquérito não se estaria atribuindo qualquer responsabilidade, vez que a apuração, a rigor, sequer estaria ultimada.
22. Ocorre que, a exigência dessa notificação aos investigados da instauração do inquérito administrativo foi revogada pela Resolução CMN nº 2.785, de 18.10.00, passando o inquérito a ser instaurado com a designação da Comissão de Inquérito encarregada de sua instrução (nova redação concedida ao citado art. 2º). A supressão dessa exigência fez todo o sentido, à medida que, nesta fase de inquérito, não há qualquer acusação formulada a quem quer que seja, mas tão somente a apuração de fatos supostamente ilícitos, ilicitude essa que, apenas se confirmada, culminará na instauração do PAS a partir da intimação dos acusados para apresentação de defesa (art. 8º, §1º da Deliberação CVM nº 538, de 05.03.08). E é nesta fase litigiosa, quando formulada a acusação, que o acusado exercerá seu direito à ampla defesa e ao contraditório, conforme expresso no art. 5º, inciso LV, da Constituição Federal<sup>5</sup>. Nesse

sentido, manifestou-se o Diretor-Relator Otávio Yazbek em recente julgado desta autarquia:

*"Além disso, não procede a alegada violação ao direito de defesa neste processo. Argumentou-se, nesse sentido, que os acusados não teriam tido a possibilidade de exercer tal direito durante a fase de inquérito. Sucede que, nesta fase, como os próprios acusados reconhecem, ainda não existia sequer o processo administrativo sancionador e a respectiva acusação. Apenas, naquele momento, a administração realizou diligências, circunscritas às atividades inquisitórias e informativas, com o objetivo específico de se concluir pela formulação de acusação ou pelo arquivamento daquilo que foi analisado." (PAS CVM nº 13/05, julgado em 25.06.12).*

23. Sobre o assunto, vale a pena ainda citar os ensinamentos de José dos Santos Carvalho Filho, em seu Manual de Direito Administrativo <sup>6</sup>:

"O mandamento constitucional abrange processos judiciais e administrativos. É necessário, todavia, que haja litígio, ou seja, interesses conflituosos suscetíveis de apreciação e decisão. Portanto, a incidência da norma recai efetivamente sobre os processos administrativos litigiosos. A interpretação a contrario sensu é a de que não incide o princípio sobre processos não litigiosos. É o caso, por exemplo, do inquérito policial, do inquérito civil, da sindicância prévia de mera averiguação<sup>7</sup>".

24. Ademais, o STF, intérprete mais autorizado da Constituição Federal, em recente julgado, manifestou-se pelo não cabimento de contraditório nos inquéritos administrativos conduzidos no âmbito desta autarquia, conforme a ementa abaixo transcrita:

**"INQUÉRITO ADMINISTRATIVO – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento consubstancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa."** (RE 304.857/RJ, Relator Min. Marco Aurélio, DJE 05.02.10).

25. Do mesmo modo, entendo que não se verificou a violação ao princípio do devido processo legal, porquanto foram respeitadas todas as normas que regulam o processo, tanto em sua fase investigatória (inquérito administrativo) como em sua fase litigiosa (PAS). Nos termos do art. 13 da Deliberação CVM nº 538/08, os acusados foram devidamente intimados para apresentação de defesa, tendo sido a eles concedido o pleno acesso aos autos e o prazo de cerca de quatro meses para a elaboração de suas razões de defesa, incluindo a produção das provas julgadas cabíveis, vez que as intimações foram recebidas entre agosto e setembro de 2010 e o prazo para apresentação das defesas ultimou-se em 17.01.11<sup>8</sup>. Quanto ao inquérito administrativo, como visto acima, não há que se falar em notificação aos investigados de sua instauração, tendo ainda a lei, sabiamente, estabelecido que em tal etapa investigativa do processo administrativo deve ser assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público (art. 11, §2º da Lei nº 6.385/76).
26. Ainda preliminarmente, foi arguida a inadmissibilidade do uso de prova emprestada, nos termos do art. 30 da Lei nº 9.784/99<sup>9</sup> e do art. 5º, inciso LVI, da Constituição Federal<sup>10</sup>. Neste ponto, a defesa de Paulo Roberto Almeida Figueiredo refere-se ao depoimento concedido por G.A.F. (já falecido), então Diretor Financeiro do Núcleo, à CPMI dos Correios. A seu ver, considerar tal prova testemunhal para fins condenatórios feriria os princípios do devido processo legal e do contraditório visto que fora obtida em fase investigatória em que o Sr. G.A.F. objetivava esclarecer suas próprias responsabilidades.
27. Entendo, contudo, que se afigura descabida tal alegação de ser ilícita a utilização de prova emprestada proveniente do depoimento prestado pelo falecido G.A.F. à CPMI dos Correios, o que culminaria na nulidade da acusação. A referida prova passou pelo crivo do contraditório, tanto em seu processo extrajudicial originário como no presente PAS. Na CPMI dos Correios, o Sr. Paulo Roberto Almeida Figueiredo participou de uma acareação (fls. 5776/5814) em que esteve presente o Sr. G.A.F., em momento posterior a seus respectivos depoimentos. Daí pode-se inferir que o Sr. Paulo teve acesso ao conteúdo do depoimento em questão, tendo a possibilidade de se defender quanto a seu teor acusatório. Em relação ao presente PAS, verifica-se que, uma vez concluído o relatório de acusação, todos os acusados tiveram acesso aos autos (e, portanto, acesso aos depoimentos prestados à CPMI dos Correios, cujas cópias encontram-se anexadas aos volumes 28 e 29), solicitaram cópias e, enfatizando o respeito ao devido processo legal, exerceram seu direito de defesa (manifestado às folhas 8367/8413 no que se refere ao Sr. Paulo). Tal procedimento garantiu a ampla defesa, legitimando tal instrumento probatório na medida em que seu emprego pela acusação deu-se em plena consonância com a princiologia constitucional que norteia nosso ordenamento jurídico<sup>11</sup>.
28. Presentes tais condições, a utilização de prova emprestada é não apenas lícita como também um importante mecanismo de economia processual. Este foi o entendimento que prevaleceu no julgamento do PAS CVM nº 11/96, em 29.06.05, sob relatoria do Diretor Sergio Weguelin:

*"41. Também não merece acolhida a preliminar de nulidade do processo, em razão de o processo administrativo sancionador ter sido instruído com 'provas emprestadas', hauridas do Relatório da Comissão de Inquérito do BACEN instaurada para apurar as causas que levaram à decretação de Regime de Administração Especial Temporário do BANERJ. Primeiro, porque a Lei 6.385/76 (art. 28) autoriza expressamente o intercâmbio de informações entre o BACEN e a CVM. Segundo, porque a prova colhida pelo BACEN foi submetida, no presente processo sancionador da CVM, ao contraditório e à ampla defesa dos acusados, não se verificando prejuízo, portanto, para qualquer dos referidos princípios constitucionais. Exigir-se da CVM a produção das mesmas provas, quando elas já tinham sido coletadas pelo BACEN, constituiria um trabalho dispendioso e pouco eficiente, do ponto de vista da regulação do sistema financeiro brasileiro."*

29. Por fim, é importante ressaltar que eventual condenação não seria embasada estritamente em tal prova, não se adentrando no mérito do valor da prova emprestada <sup>12</sup>.
30. Os acusados argumentam ainda que a aplicação de penalidades por infração às disposições da Instrução CVM nº 08/79 pressupõe a comprovação da conduta dolosa, o que, a seu ver, não se teria verificado no caso concreto. A esse respeito, como ressaltado pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) na sessão de julgamento, em 07.08.12, do PAS CVM nº 21/06, o Colegiado desta Autarquia, assim como o próprio Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), tem admitido, em diversos casos de ilícitos previstos na referida instrução, a mera presença do chamado dolo eventual, na medida em que se constate, pelas peculiaridades do caso concreto, assim como pelos atos e circunstâncias em que perpetradas as operações, que o sujeito assumiu, com suas ações ou omissões, o risco de produzir o evento danoso<sup>13</sup>. Ainda sobre a matéria, vale a pena transcrever trecho do voto do Diretor-Relator Otávio Yazbek no julgamento do PAS CVM nº 13/05:

*"Também nesse mesmo sentido rejeito o argumento de que a acusação não comprovou o dolo específico na conduta dos acusados, como imprescindível para a imputação de realização de 'operações fraudulentas' e 'práticas não equitativas'. A acusação, como mencionado, somou uma série de indícios para, então, apresentar a conclusão de que foram praticadas as irregularidades mencionadas. Claro que, para cada acusado, podem ser considerados indícios diferentes. E que, em alguns casos, um indício pode operar com mais força, contra ou a favor de um acusado, conforme o todo que se apresenta. Esse tipo de análise, porém, faz parte da apreciação do mérito do caso, que envolverá a contraposição dos elementos colhidos pela acusação e sua relevância para a análise da conduta de cada acusado, levando-se em conta, ainda, os argumentos e documentos trazidos com as defesas respectivas, acerca desses mesmos pontos."*

31. Quanto aos demais argumentos apresentados como preliminares de defesa, na verdade, se confundem com a análise de mérito, de sorte que serão abordados no item II deste voto.

## II - Mérito

32. O esquema apurado pela Comissão de Inquérito se desenvolve a partir da alteração, no âmbito dos intermediários, do processamento natural das ordens de negociação, de forma a permitir o direcionamento na distribuição dos negócios em favor dos Comitentes Beneficiários e em detrimento das Fundações. No caso concreto, ao contrário do arguido pelos acusados, entendo que a Comissão de Inquérito muito bem delimitou as operações enquadradas em cada tipo legal, imputando as respectivas responsabilidades de acordo com os elementos presentes em cada caso, não se verificando, assim, o concurso aparente de normas a impedir a aplicação de penalidades, cumulativamente, por prática não equitativa e por operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários.
- a. A realização de operação fraudulenta:**
33. Segundo a lógica adotada pela Comissão de Inquérito, já abordada no relatório a este voto, uma vez identificado que o mecanismo utilizado para fraudar o processamento normal das ordens foi a reespecificação entre comitentes, restaria configurada a realização de operação fraudulenta, conforme conceituada no inciso II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79:
- "c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;"*
34. A reespecificação entre comitentes caracterizava-se pela seguinte dinâmica operacional: (i) as ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e, a seguir, eram especificadas para um comitente "provisório" e somente após reespecificadas para os comitentes finais; ou (ii) as ordens eram abertas com a especificação de um comitente "provisório" e depois reespecificadas para o comitente final.
35. No âmbito da corretora Novinvest, por exemplo, os parágrafos 101 a 113 da peça acusatória bem ilustram a sistemática de reespecificação de ordens, observando-se que, muitas das vezes, Ricardo Siqueira Rodrigues (assessor e responsável pela filial da corretora no Rio de Janeiro) figurou como comitente "provisório" dessas operações. As reespecificações de ordens também eram constantes na corretora São Paulo, como demonstram os parágrafos 208 a 225 da peça acusatória, observando-se que, em alguns casos, a especificação "provisória" de ordens em nome da Refer chegou a caracterizar a realização de "supostos" day-trades, o que era vedado às Fundações. Portanto, é fato que tal mecanismo era frequentemente utilizado pelas corretoras Novinvest e São Paulo na intermediação das operações realizadas no mercado de opções da Bovespa, em nome dos Comitentes Beneficiários e das Fundações, não obstante o Regulamento de Operações da Bolsa, vigente à época, somente permitir alterações nas ordens de negociação mediante a ocorrência de "erro operacional". E, conforme o conjunto probatório apresentado, a partir das reespecificações realizadas, aos Comitentes Beneficiários eram direcionados os melhores negócios, em detrimento das Fundações.
36. A esse respeito, entendo que não merece ser acolhido o argumento de defesa no sentido de que, em sua análise, a Comissão de Inquérito não considerou a totalidade das operações realizadas pelos Comitentes Beneficiários e pelas Fundações, sendo as conclusões apresentadas decorrentes de uma análise parcial. Ora, a legalidade da prova por amostragem é

reconhecida pela jurisprudência, notadamente em casos em que são analisadas milhares de operações diariamente realizadas. Nesse sentido cito decisão tomada pela Diretora-Relatora Ana Novaes em 26.10.12, ao indeferir pedido de produção de prova nos autos do PAS CVM nº 05/08:

*"Exigir a análise pormenorizada de todas as operações e reespecificações diretas e indiretas seria inviabilizar a atividade do Estado e a jurisprudência tem reconhecido, expressamente, a possibilidade de análises estatísticas e por amostras, inclusive em direito penal. Nesse sentido, por exemplo, veja o seguinte trecho da decisão abaixo transcrita:*

*'É fato notório que todas as perícias envolvendo entorpecentes são feitas por amostragem, o que, em momento algum, invalida a prova'. A matéria é pacífica na doutrina e jurisprudência, não havendo qualquer lógica na argumentação da defesa.*<sup>14</sup> (grifos do original).

37. Igualmente não se justifica o argumento de defesa no sentido de que não se teria verificado, em alguns pregões, a atuação simultânea das Fundações e dos Comitentes Beneficiários, o que enfraqueceria a tese da acusação. Como já exposto no relatório a este voto, os Comitentes Beneficiários operavam na Bovespa no mesmo período e com os mesmos ativos que as Fundações, fechando *day trades* quase sempre lucrativos, adotando-se o seguinte *modus operandi*: quando a evolução das cotações se revelava desfavorável comparativamente às operações executadas inicialmente, impossibilitando o fechamento de *day trades* lucrativos, os negócios eram ao final especificados em nome das Fundações. Caso contrário, quando o *day-trade* era fechado com êxito, nenhum desses negócios era especificado em nome da Refer ou do Zircônio, justificando-se a não atuação das Fundações em determinados pregões pela própria sistemática de funcionamento do esquema. Esse é o caso, por exemplo, das operações com opções (série TNLPC48) realizadas em 18.02.04 por intermédio da corretora Novinvest, ilustradas na Tabela 28 da peça acusatória. Neste pregão, a maioria das ordens foi aberta sem a especificação de comitente (cliente "0"), passando por um comitente "provisório" (Ricardo Siqueira Rodrigues e até mesmo o Zircônio) e depois reespecificada para Cristiano Costa Beber ou Carlos Eduardo Carneiro Lemos (Comitentes Beneficiários).
38. Mesmo raciocínio se aplica às operações com opções realizadas em 06.02.04, intermediadas pela São Paulo, e que foram abordadas na defesa de Bruno Grain, Gerente de Investimentos da Refer, que alegou discrepância entre as séries de opções negociadas por Rodrigo Bezerra e Rogéria Beber (TNLPD40 e TNLPD44) e aquela negociada pela Refer (TNLPD42). Como ilustra a tabela 50 da peça acusatória, abaixo reproduzida, os negócios especificados em nome de Rodrigo Bezerra e de Rogéria Beber foram originalmente especificados para Refer e, ao final, reespecificados para os citados Comitentes Beneficiários. Já o negócio, atribuído efetivamente para a Refer, foi feito sem especificação de comitente, e como nenhum *day trade* mostrou-se atraente para a série TNLPD42, a venda foi então "assumida" pela fundação:

**Tabela 50 – Reespecificações efetuadas pela corretora São Paulo – 16.03.04**

Opção	C/V	Nº ordem	Qtde (mil)	Especificação original		Nova especificação	
				hora	cliente	hora	cliente
TNLPD40	C	379.764	20.000	15:37	Refer	18:57	Rodrigo Bezerra
		379.766	30.000	15:42	Refer	19:20	Rodrigo Bezerra
	V	379.881	50.000	17:49 / 17:56	0 / Refer*	18:57	Rodrigo Bezerra
TNLPD44	V	379.536	100.000	11:06	Refer	19:13	Rogéria Beber
		379.539	100.000	11:08	Refer	19:13	Rogéria Beber
		379.542	100.000	11:09	Refer	19:13	Rogéria Beber
	C	379.841	100.000	16:56	Refer	19:13	Rogéria Beber
		379.843	100.000	16:59 / 17:28	0 / Refer**	19:13	Rogéria Beber
		379.844	100.000	16:59	Refer	19:13	Rogéria Beber
TNLPD42	V	379.842	100.000	16:58	0	16:56***	Refer
		379.846	40.000	16:59	0	17:39	Refer

\* A ordem foi aberta para comitente 0 às 17:49 h e reespecificada para a Refer às 17:56 h

\*\* A ordem foi aberta para comitente 0 às 16:59 h e reespecificada para a Refer às 17:28 h.

\*\*\* O relatório aponta o horário da reespecificação como sendo anterior ao de abertura da ordem de negociação.

39. Também ao contrário do alegado pelos acusados, a Bovespa não permitia a abertura de ordens sem a especificação de comitente. A instrução CVM reguladora do assunto e o Regulamento de Operações da Bolsa sempre exigiram que na ordem devesse constar a identificação do seu titular. O uso do código de cliente "0" foi uma solução encontrada pelo sistema Megabolsa para suprir eventuais falhas no registro das ordens, jamais uma permissão consciente de substituição da identificação do comitente pelo "0". O mau uso dessa possibilidade por aqueles que vislumbraram uma "brecha" para distribuir irregularmente as ordens, levou a Bolsa a emitir o Ofício Circular nº 058/2006-SG, de 31.03.06, onde alerta as corretoras que o registro de ofertas no sistema Megabolsa sem a identificação do cliente seria considerado como infração às normas da Bovespa, sujeitando o operador às penalidades previstas em seu Regulamento de Operações.
40. Tendo em vista a dinâmica operacional acima referida, foram consideradas pela Comissão de Inquérito, na formulação da acusação de realização de operação fraudulenta, todas as operações *day trade* realizadas pelos Comitentes Beneficiários no mercado de opções, intermediadas pela Novinvest e pela São Paulo no âmbito da Bovespa.
41. A meu juízo, e em contraposição às alegações de defesa, os elementos objetivos indispensáveis à caracterização de operação fraudulenta, conforme conceituada no inciso II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79, afiguram-se presentes no caso concreto, nos termos apurados pela Comissão de Inquérito. Verificou-se que, nas operações com opções intermediadas pelas corretoras Novinvest e São Paulo na Bovespa, no período considerado, o processamento normal das ordens era fraudado a partir do mecanismo de reespecificação entre comitentes ("ardil ou artifício"), de forma a permitir o direcionamento na distribuição dos negócios em detrimento das Fundações ("destinado a induzir ou manter terceiros em erro") e em favor dos Comitentes Beneficiários ("com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros").
42. Nesse ponto, esclareço que a eventual participação de funcionários e/ou administradores das Fundações no esquema, a meu ver, não descaracteriza o enquadramento acima. Julgo que não se pode pressupor a participação ou mesmo a anuência da Refer e do Núcleo com relação ao esquema apurado neste PAS a partir da atuação isolada de determinadas pessoas às quais, na forma de seus Estatutos, foi confiado o patrimônio dessas entidades.
43. A Entidade Fechada de Previdência Complementar ("EFPC") é "a operadora do(s) plano(s) de benefícios, constituída na forma de sociedade civil, ou a fundação, estruturada na forma do art. 35 Lei Complementar nº 109/01, sem fins lucrativos, que tenha por objeto operar plano de benefício de caráter previdenciário"<sup>15</sup>. O patrimônio dessas entidades é constituído pelas contribuições das patrocinadoras, dos participantes ativos e, também, pelos rendimentos auferidos com a aplicação desses recursos nos mercados financeiro e imobiliário. As EFPC estão submetidas ao arcabouço regulatório da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc (que veio a substituir a Superintendência de Previdência Complementar – SPC), a quem compete ainda fiscalizar as atividades dessas entidades e aplicar as penalidades cabíveis, nos termos da Lei nº 12.154/09.

44. No caso da Refer, ela executa planos de benefícios para os participantes empregados da Rede Ferroviária Federal S/A (RFFSA)<sup>16</sup>, da Companhia Brasileira de Trens Urbanos (CBTU), da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos (CPTM), da Companhia Estadual de Transportes e Logística (CENTRAL), da Companhia Cearense de Transportes Metropolitanos (METROFOR), da Companhia do Metropolitan do Rio de Janeiro (METRÔ/RJ – em liquidação), da Companhia de Transportes de Salvador (CTS), além de planos para seus próprios empregados (entidade autopatrocinadora), totalizando cerca de 30 mil assistidos e 5 mil ativos. Por sua vez, o Núcleo executa planos de benefícios para os participantes

empregados da Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. – NUCLEP, da Eletrobrás Termonuclear S.A. – ELETRONUCLEAR, da Indústrias Nucleares do Brasil S.A. - INB e do próprio Nucleos, totalizando cerca de 5 mil ativos<sup>17</sup>. Portanto, são essas pessoas que, em verdade, foram prejudicadas a partir do esquema que direcionava os melhores negócios para os Comitentes Beneficiários em detrimento das Fundações.

45. A atuação isolada de determinadas pessoas de dentro das Fundações na consecução das irregularidades resta nítida quando verifico a conduta — mais ou menos contundente — dos demais administradores da Refer e do Nucleos. Verifico, por exemplo, a ata da reunião do Comitê Consultivo de Investimentos (CCI) do Nucleos, realizada em 09.01.04, quando se questionou as razões pelas quais o Zircônio havia rendido menos que as ações pertencentes à carteira própria (fls. 5619/5620). Também vale a pena citar a existência de ação judicial movida pelo Nucleos em face de, entre outros, Paulo Roberto Almeida Figueiredo e Fabiana Carneiro Carnaval (respectivamente, Presidente e Gerente Financeira à época), acusados de terem dado causa aos prejuízos sofridos pela referida fundação. No caso da Refer, diversas reuniões do Conselho Deliberativo (CODEL) e do Conselho Fiscal (COFIS) refletem a preocupação de alguns administradores com os investimentos realizados pela fundação no segmento de renda variável, que culminou com a exoneração de Bruno Grain (Gerente de Investimentos) e na apresentação de denúncia a esta CVM e a então SPC (fls. 1547/1548).

**b. A realização de práticas não equitativas:**

46. Seguindo ainda a lógica da Comissão de Inquérito, restaria configurada a realização de prática não equitativa, conforme conceituada no inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79, com relação àquelas operações em que não foi possível identificar uma reespecificação entre comitentes:

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

47. Neste caso, adotava-se a seguinte dinâmica operacional: (i) em se tratando dos negócios executados na Bovespa, as ordens eram abertas sem especificação de um comitente, mas se utilizava, apenas em caráter provisório, a especificação inicial com o código de "cliente 0", e, a seguir, eram especificadas para os comitentes finais; ou (ii) em se tratando dos negócios executados na BM&F, as ordens eram especificadas diretamente para o comitente final a posteriori (após o final do pregão ou até o final das "janelas de especificação").
48. Tendo em vista essa dinâmica operacional, foram consideradas pela Comissão de Inquérito, na formulação da acusação de realização de prática não equitativa, todas as operações realizadas pelos Comitentes Beneficiários nos mesmos pregões em que houve a atuação concomitante da Refer e/ou do Zircônio, intermediadas pela Novinvest (na BM&F) e pela Schahin (na BM&F e na Bovespa).
49. Especificamente quanto aos negócios executados na BM&F, cumpre esclarecer que, até 31.12.03, as ordens podiam ser especificadas até após o final do pregão, o que facilitava o direcionamento na distribuição dos negócios. Entretanto, a partir de 02.01.04, entrou em vigor o sistema de "janelas" de especificação, conforme Deliberação da 457ª Sessão do Conselho de Administração da BM&F, editada em atendimento à Instrução CVM nº 387/03 e divulgada por meio do Ofício Circular 118/2003-DG, de 27.10.03, da própria Bolsa. Reproduzo abaixo o art. 11 da referida Deliberação:

*"Art. 11. Exceto pelo disposto no §1º deste artigo, a especificação das operações será efetuada nos seguintes horários:*

*I - operação realizada até às 11:30:59 horas: até 12:30:00 horas;*

*II - operação realizada entre 11:31:00 e 13:00:59 horas: até 14:00:00 horas;*

*III - operação realizada entre 13:01:00 e 15:30:59 horas: até 16:30:00 horas;*

*IV - operação realizada entre 15:31:00 e 17:00:59 horas: até 18:00:00 horas; e*

*V - após 17:01:00 horas: até 19:30:00 horas.*

*§ 1º As operações decorrentes de ordens emitidas por PLDs, por investidores institucionais, por investidores estrangeiros, por pessoas jurídicas financeiras e por administradores de carteiras ou de fundos de investimento deverão ser especificadas para o cliente final até às 19:30:00 horas.*

*§ 2º O disposto no parágrafo anterior não abrange ordens de carteira própria de instituições detentoras de títulos patrimoniais de emissão da BM&F da categoria de corretora de mercadorias, bem como das entidades abertas e fechadas de previdência complementar, que deverão ser especificadas na forma do caput deste artigo." (grifamos)*

50. Como destacado pela Comissão de Inquérito, a partir de janeiro de 2004, com a entrada em vigor do sistema de "janelas" da BM&F, o padrão de comportamento dos Comitentes Beneficiários foi alterado e, todos passaram a concluir seus *day trades* mais rapidamente, isto é, até o horário limite para especificação da operação anterior dentro de cada "janela".
51. A esse respeito, algumas defesas arguem que as Fundações e os Comitentes Beneficiários operaram em janelas distintas em operações julgadas irregulares, de sorte que elas não poderiam ter sido realizadas de forma "orquestrada" como diz a acusação. Todavia, observa-se que, apesar de o horário de execução de alguns negócios não ocorrer dentro da mesma janela, a especificação dos comitentes finais desses mesmos negócios se dava dentro de uma mesma janela. Tomo, por exemplo, a Tabela 25 da peça acusatória, que trata de operações com Ibovespa futuro (série ABR4) realizadas em 01.03.04 pela corretora Novinvest:

**Tabela 25 - Operações com Ibovespa futuro (série ABR4) – 01.03.04 – corretora Novinvest**

Comitente	Operação de venda				Operação de compra				Ajuste do dia R\$
	Ordem		Execução		Ordem		Execução		
	Nº	Hora	Horário	Contratos	Nº	Hora	Horário	Contratos	
J. Carlos Cruz	5309	10:13	12:15 a 12:20	60	5333	12:41	13:19 a 13:20	60	7.500,00
Renato Lima	5328	11:11	12:03 a 12:04	15	5318	10:15	11:18 a 11:22	15	
			15:52	10			16:18	10	5.810,00
Rogéria Beber	5339	14:03	16:19 a 16:43	100	5325	10:16	17:44 a 17:54	100	4.200,00
Sandro Belo	5310	10:13	12:15	50	5334	12:41	12:20 a 13:21	50	7.500,00
Fundo Zircônio	5340	14:03	16:18 a 16:32	30	-	-	-	-	(5.340,00)
Refer	5336	12:41	13:13 a 13:25	100	-	-	-	-	(106.200,00)

52. Verifica-se que, de fato, os negócios de venda em nome de João Carlos Cruz, Renato Lima (seu primeiro negócio com 15 contratos) e Sandro Belo foram executados entre 11:31:00 e 13:00:59 hs (dentro da 2ª janela), enquanto os negócios em nome da Refer foram executados entre 13:01:00 e 15:30:59 hs (dentro da 3ª janela). Entretanto, dado que: (i) os negócios dos Comitentes Beneficiários foram executados no intervalo da 2ª janela e podiam ser especificados até às 14:00:00 hs; e (ii) os negócios da Refer foram executados entre 13:13:00 e 13:25:00 hs, portanto antes das 14:00:00 hs, certamente as especificações de todos os comitentes finais ocorreu dentro do prazo estabelecido para a 2ª janela, isto é, até às 14:00:00 hs. E, como já exposto anteriormente, o esquema se desenvolvia a partir do direcionamento na distribuição dos negócios em favor dos Comitentes Beneficiários e em detrimento das Fundações, e não na execução. Assim, indispensável para se perpetrar o esquema era observar o horário limite estabelecido para a especificação dos comitentes finais e não o horário de execução das ordens.
53. Outro argumento de defesa apresentado é a ausência denexo de causalidade entre o comportamento tido como ilícito atribuído aos acusados e os alegados prejuízos suportados pela Refer e pelo Nucleos. No entender dos acusados, não seria possível concluir que os ganhos de determinados comitentes ocorreram à custa das fundações, considerando que não atuaram como contrapartes, sendo que os horários, número de negócios e montante total de ajustes também não são coincidentes. A esse respeito, faço minhas as palavras do Diretor-

Relator Otávio Yazbek no julgamento no PAS CVM nº 13/05, cujas características se aplicam perfeitamente ao caso concreto:

*"Via de regra, e como a acusação indica ter ocorrido no presente caso, os participantes prejudicados pela distribuição direcionada eram fundos de investimento relacionados a fundos de pensão que, ademais, nem podiam realizar day-trades. As perdas por eles sofridas concentravam-se, então, apenas no primeiro ajuste pago, uma vez que, daí em diante, as posições já estavam marcadas a mercado.*

*Os indícios de irregularidade, nesses casos, começam a aparecer quando se identifica que, operando em um mesmo intermediário, determinados clientes ou grupos de clientes concentram, sistematicamente, resultados bem melhores do que outros nos primeiros ajustes diários de suas operações. E daí decorre outra dificuldade para a investigação das irregularidades em casos como este: 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.*

*É com base nessas considerações, aliás, que aproveito para afastar o recorrente argumento de defesa de que a assimetria dos ganhos obtidos por Investidores e os prejuízos incorridos pelos Fundos, assim como a assimetria no número de contratos negociados, demonstrariam, por si só, a inexistência das irregularidades apontadas pela comissão de inquérito."*

54. A título de exemplo, reproduzo as tabelas 22 e 23 da peça acusatória:

Tabela 22 - Operações com Ibovespa futuro (série ABR4) – 26.02.04 – corretora Novinvest

Comitente	Operação de compra				Operação de venda				Ajuste do dia R\$
	Ordem		Execução		Ordem		Execução		
	Nº	Hora	Horário	Contratos	Nº	Hora	Horário	Contratos	
Carlos Lemos	5276	13:04	12:48 e 12:55	20	5265	9:36	12:02	20	7.200,00
Eric Bello	5275	12:56	12:42 a 15:43	30	5271	11:53	11:50 a 15:36	30	11.250,00
J. Carlos Cruz	5273	11:53	12:48	30	5274	11:53	12:02	30	10.800,00
Fundo Zircônio	5257	9:35	13:34 a 16:00	20	-	-	-	-	11.610,00

Tabela 23 - Detalhamento das operações na corretora Novinvest – 26.02.04

Comitente	Tipo	Hora da abertura da ordem	Hora do Negócio	Nº contratos	Nº do negócio	Preço
Eric Davy Bello	C	12:42	12:42	5	55840	21.430,00
			12:42	5	55866	21.430,00
			12:48	5	57710	21.430,00
			12:57	5	60541	21.440,00
			15:33	5	86923	21.480,00
Carlos Lemos	C	13:04	12:48	15	57664	21.410,00
			12:55	5	59683	21.410,00
			12:48	20	57672	21.410,00
J. Carlos Cruz	C	11:53	12:48	5	57800	21.410,00
			12:48	5	57834	21.410,00
			13:34	5	7123-3	21.480,00
Fundo Zircônio	C	9:35	13:40	5	7169-1	21.500,00
			13:43	5	7192-6	21.490,00
			16:00	5	9614-7	21.560,00

55. Em suas defesas, a corretora Novinvest e o Sr. Ricardo Siqueira Rodrigues fazem referência expressa a tais tabelas para fins de argumentar que, em 26.02.04, todos os clientes tiveram ajustes positivos, e o Zircônio obteve o maior resultado. Todavia, uma análise mais aprofundada vem a demonstrar que, ao contrário do que argumenta a defesa, os melhores negócios foram direcionados para os Comitentes Beneficiários em detrimento do Zircônio, como se extrai do detalhamento das operações constante da Tabela 23 e que foi objeto de explanação no parágrafo 89 da peça acusatória. Vê-se que, embora a ordem de negociação especificada em nome do Zircônio tenha sido aberta às 9h35min, os melhores negócios foram direcionados para Carlos Lemos, Eric Bello e João Carlos Cruz, que tiveram suas ordens de negociação abertas apenas entre 11h53min e 13h04min. Assim, não obstante o Zircônio tenha obtido ajuste positivo neste pregão, a ele foram direcionados os piores preços (compras entre R\$21.480,00 e R\$21.490,00), em benefício de Carlos Lemos, Eric Bello e João Carlos Cruz (compras entre R\$21.410,00 e R\$21.430,00)<sup>18</sup>. Observa-se ainda que, como já exposto acima, não obstante os referidos negócios tenham sido executados em janelas diferentes (2ª e 3ª janelas), a especificação dos comitentes finais certamente ocorreu dentro da mesma janela de especificação, isto é, até às 14h.

56. A meu juízo, e em contraposição às alegações de defesa, os elementos objetivos indispensáveis à caracterização de prática não equitativa, conforme conceituada no inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79, afiguram-se presentes no caso concreto. Verificou-se que, no período considerado na investigação, as operações com opções intermediadas pela corretora Schahin na Bovespa, bem como as operações com Ibovespa futuro intermediadas pelas corretoras Schahin e Novinvest na BM&F, resultaram direta e efetivamente em um tratamento para as Fundações que as colocou em uma indevida posição de desigualdade em face dos Comitentes Beneficiários.

c. Os Intermediários:

57. A participação da **Novinvest, Schahin e São Paulo**, e dos diretores responsáveis pelas operações de bolsa dessas duas últimas corretoras <sup>19</sup>, **Fernando Suzuki e Jorge Ribeiro dos Santos**, respectivamente, nas irregularidades detectadas, se deu através do papel desempenhado pelos operadores Ricardo Siqueira Rodrigues, Luis Alberto Siso e Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, que detinham o conhecimento do início, meio e fim do esquema, como veremos adiante. Tais operadores foram peças fundamentais para o funcionamento do esquema urdido dentro das respectivas corretoras e que propiciou resultados positivos irregulares para os Comitentes Beneficiários, e negativos, igualmente irregulares, para as Fundações. Eles se encontravam numa situação privilegiada, pois os intermediários tinham como seus clientes as Fundações e os Comitentes Beneficiários, alguns deles pessoas a eles ligadas ou os próprios operadores, além do completo domínio sobre a recepção, execução e distribuição das ordens. Com tudo isso ao seu dispor, com "a faca e o queijo nas mãos", ficou fácil executar o esquema e obter os resultados desejados. Eles foram o visgo que uniu os diversos interessados na prática das ilicitudes apuradas pela acusação.
58. Não obstante essa participação decisiva na consecução dos objetivos do esquema, a acusação somente logrou elementos probatórios para atribuir às corretoras e seus diretores a responsabilidade pela falta de probidade na condução de suas atividades e de zelo pela integridade do mercado, bem como falta de diligência no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes, não tendo assegurado tratamento equitativo de seus clientes, não atentando, dessa forma, para as regras de conduta e atuação estabelecida pelas bolsas, tomando por base o previsto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no artigo 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações realizadas com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F no ano de 2004).
59. Porém, como se sabe, sobre tais imputações a CVM já decidiu que o comando do art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 <sup>20</sup> é dirigido exclusivamente às bolsas de valores e não pode ser utilizado, de forma direta, para aplicar penalidades às sociedades corretoras por eventual inobservância das regras nele contidas, entendimento que vem sendo adotado reiteradamente em diversos julgamentos pelo Colegiado<sup>21</sup>.
60. Da mesma forma, em relação ao art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 <sup>22</sup>, cujo comando, em essência, em nada difere do contido na Instrução CVM nº 220/94, antecessora daquela, a CVM também já externou sua opinião em diversas decisões de que tal dispositivo tem um destinatário certo: as bolsas de valores e não as corretoras<sup>23</sup>. Por essa razão, voto pela absolvição dos acusados Novinvest, Schahin, São Paulo, Fernando Suzuki e Jorge Ribeiro dos Santos, quanto a essa imputação.
61. Ainda no âmbito dos intermediários, a acusação imputou responsabilidade pelo uso de práticas não equitativas a **Luis Alberto Siso**, na qualidade de gerente da mesa de operações da Schahin, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de designios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los na distribuição dos negócios executados.
62. Como visto na peça acusatória, a Schahin intermediou negócios para o Banco Schahin, Christian de Almeida Rego e Rogéria Costa Beber, todos Comitentes Beneficiários, e para as Fundações, na BM&F e na Bovespa, e teve importante papel no esquema que direcionou os melhores negócios para os primeiros em detrimento dos segundos.
63. Como se comprovou, a Schahin se utilizava de uma variedade de artifícios para viciar a recepção, execução e distribuição das ordens, tudo ao arpejo das regras que regem a matéria, dentre elas a abertura de ordens após iniciada a sua execução e conhecido o resultado; ordens de compra e venda abertas no mesmo horário, sem a especificação da quantidade a ser negociada; ordens abertas em volumes expressivos e não executadas; ordens abertas para determinado cliente quando existia ordem para o mesmo cliente ainda em execução; e inúmeras ordens especificadas com código provisório de cliente "0", em quantidade muito maior daquela efetivamente executada.
64. As provas obtidas indicam que Luis Siso foi o responsável pela consecução dos ilícitos no âmbito da Schahin. Os diversos depoimentos colhidos sinalizam nessa direção. Fernando Suzuki, diretor da corretora, declarou que *"no período em que Rogéria realizou negócios, Luis Alberto pediu e ele autorizou que realizasse operações day trade também em nome do banco Schahin, tendo obtido bons resultados, porém nunca suspeitou de irregularidades"* e que, ao ser indagado pela Bovespa sobre os negócios de Rogéria (volume de R\$ 11.733.394,00 e ganhos de R\$ 584.496,60), questionou Luis Siso e *"considerou insuficientes os esclarecimentos de seu assessor quanto à forma de condução de seu relacionamento com os clientes da corretora e, assim, optou por desligá-lo da instituição."* afirmou, ainda, que *"quem assessorava e atendia as ordens da Refer, do Fundo Zircônio e de Rogéria Costa Beber era Luis Alberto Siso"*.
65. Ao depor, Luis Siso declarou que *"em 2003 fez campanha em várias fundações, entre elas a Refer, onde falou com Bruno Grain" e que o "Núcleo foi oriundo da mesma campanha realizada à época da Refer, onde falou com [W.K.] e Fabianna"*. Sobre Rogéria Beber, disse *"que era sua cliente, tendo chegado à corretora por iniciativa própria (indicação de um amigo)" e "que Christian de Almeida Rego tornou-se seu cliente em decorrência da sua visita às assets do Rio de Janeiro, dentre elas a dele, ou seja, a Arbor; ele era cliente tanto na pessoa física como na jurídica"*.
66. C.A.P., operador, declarou que *"as ordens da Refer, do Fundo Zircônio, de Rogéria Beber e de Christian Rego eram sempre recepcionadas por Luis Alberto Siso e repassadas a ele"*, no mesmo sentido declarou o operador A.C.F.M. ao afirmar que *"as ordens da Refer, do Fundo Zircônio e da Rogéria Costa Beber eram sempre recepcionadas por Luis Alberto Siso"*. Também Murillo Rego, companheiro de Rogéria, declarou que quem recepcionava suas ordens na Schahin era Luis Siso, *"o qual já conhecia há bastante tempo"*. Por essas razões, entendo procedentes as imputações formuladas contra o acusado.
67. A acusação também imputou responsabilidade a **Hélio Castilho Martins**, por operações fraudulentas, na qualidade de operador e gerente responsável pela mesa de operações da filial do Rio de Janeiro da corretora São Paulo, mais precisamente da que se localizava na Barra da Tijuca. Entendeu a acusação que ele teria *"adotado procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de designios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados"*. A acusação está fundada exclusivamente em provas testemunhais de Jorge Ribeiro, diretor da corretora, L.C.L.R., operador, e F.A.L., gerente das filiais do Rio, que disseram que Hélio *"coordenava"*, era *"gerente de mesa"*, *"operador"* e *"coordenador operacional"* daquela filial. Tais declarações levaram a acusação a concluir que ficou comprovado que Hélio *"era o responsável (informal) pelo gerenciamento das operações da corretora no Rio de Janeiro"*.
68. Com todo o respeito, permito-me discordar da acusação, não apenas porque o que foi dito pelos citados depoentes não me autoriza a concluir que Hélio era o responsável pelo gerenciamento das operações irregulares intermediadas pela São Paulo, ainda que de maneira informal, como também porque extraio de outros depoimentos informações que me convencem de que estou certo sobre a real participação do acusado nos fatos apurados neste processo. O próprio diretor Jorge Ribeiro afirmou que *"[F.A.L.] era gerente de todas as filiais, porém tendo como ponto focal Hélio Castilho"*. Rodrigo Paraense, operador, também acusado como Comitente Beneficiário, declarou que Hélio era *"operador de open"* e que *"não havia gerência regional no Rio de Janeiro; essa função era exercida, única e exclusivamente, pela Srª [F.A.L.], de São Paulo, que vinha constantemente ao Rio de Janeiro"*. A.P.N.R., também funcionária da corretora, reforça a posição exercida pela F.A.L. ao afirmar que *"por vezes, alguns clientes atrasavam o envio dos seus cadastros, porém operavam com a autorização da Srª. [F.A.L.]"*. E.M.D.N., operador, nesse mesmo sentido afirmou que *"os clientes eram sempre apresentados previamente pela Srª. [F.A.L.], gerente de São Paulo, que era a única responsável por toda a operação das filiais do Rio de Janeiro"*. Ademais, observo que Hélio Castilho, em sua defesa, juntou parte dispositiva da sentença proferida pela MMA. Juíza da 4ª Vara do Trabalho do Rio de Janeiro (Processo nº 0066400-90.2006.5.01.0047 – RTOrd) que reconheceu que o mesmo exerceu a função de operador de *"Open Market"* naquela corretora no período de 1999 a 2005 (fls. 8199/8202).
69. Não bastassem tais declarações, a acusação não logrou comprovar o relacionamento do Hélio com qualquer dos Comitentes Beneficiários ou com pessoas ligadas às Fundações. Também não produziu provas de que era ele quem comandava as operações, recebendo, executando e distribuindo as ordens, visando o benefício de uns clientes em detrimento de outros. Aliás, os mesmos depoimentos utilizados pela acusação para responsabilizar Hélio por operações irregulares, afirmam que *"a Refer e o Fundo Zircônio tornaram-se clientes da corretora"* por intermédio de Rodrigo, que este as atendia e executava suas ordens; acredita que *"Rodrigo Paraense tenha trazido Cristiano Beber para operar na corretora"* (depoimento de Jorge Ribeiro); que recebia *"as especificações das ordens executadas na Bovespa pela Filial Rio de Janeiro ao final do dia, por meio de fax enviado pelo operador Rodrigo Bezerra"* (depoimento de I.S.R.); *"acredita que recebeu o cadastro do Fundo Zircônio, da Refer e de Rogéria Costa Beber por intermédio da filial carioca da corretora, provavelmente por Rodrigo Bezerra, pois este era o responsável por passar as ordens para São Paulo (...)"* (depoimento de A.P.N.R.); e *"a Refer, o Fundo Zircônio, o Banco BRU, Rogéria Beber e Cristiano Beber eram clientes de Rodrigo Paraense (...)"* (depoimento de F.A.L.). Soma-se a tudo isso o fato de Hélio Castilho não ter operado em nome próprio, diferentemente de Rodrigo Paraense, que obteve ganhos realizando operações *day trade* com opções na Bovespa pela São Paulo no mesmo período que as Fundações. Por todo o exposto acima, voto pela absolvição de Hélio Castilho Martins da imputação de operações fraudulentas.
70. Destaco que **Rodrigo Bezerra de Melo Paraense**, operador da São Paulo, foi igualmente acusado pela realização de operação fraudulenta, destacando-se que também operou em benefício próprio, razão pela qual lhe foi imputada responsabilidade na qualidade de investidor e de operador. Do mesmo modo, **Ricardo Siqueira Rodrigues** foi acusado de realização de operação fraudulenta e de prática não equitativa, na qualidade de investidor e de operador responsável pela filial da Novinvest no Rio de Janeiro. Para não me tornar repetitivo, optei por abordar a conduta de Rodrigo e de Ricardo, na posição de investidores e também operadores, no item "Comitentes Beneficiários" adiante.
71. A Novinvest, Schahin e São Paulo, e seus respectivos diretores, também foram acusados pela falta de autorização para outrem operar em nome do investidor cadastrado, não atentando para as disposições previstas no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94<sup>24</sup> (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03<sup>25</sup> (para operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004).
72. Sobre tal fato, a CVM, ao exigir que os investidores indiquem claramente no cadastro se autorizam ou não terceiro a dar ordem em seu nome, e, em caso afirmativo, nomine a pessoa autorizada, visa proteger principalmente o próprio investidor, mas em certa medida também o intermediário, pois haverá ocasiões, pelas mais diversas razões, que o titular da conta necessitará que a pessoa previamente autorizada atue em seu nome. Assim, cumprindo tal regra, investidor e intermediário estarão protegidos, um contra o outro, de eventuais questionamentos sobre a legalidade da operação não comandada pelo titular da conta.
73. As imputações formuladas neste processo decorrem do fato de que operações realizadas em nome de Rogéria Costa Beber foram comandadas por Murillo de Almeida Rego, e nas fichas cadastrais mantidas nos intermediários não havia autorização de Rogéria para que Murillo operasse em seu nome. Nos depoimentos prestados durante a investigação, Rogéria e Murillo reconhecem e assumem que tal fato ocorreu. Indagada, Rogéria afirma que *"jamais transmitiu as ordens relativas às suas operações; quem as emitia era seu companheiro, Murillo Rego"* e não soube explicar porque não constava nas fichas cadastrais a autorização necessária para Murillo operar em seu nome. Este, por sua vez, declarou que *"inicialmente*



colocou seu patrimônio no nome de Rogéria Beber devido a uma falência, já resolvida, na empresa Flabingol, na qual era sócio minoritário; manteve essa decisão devido a sua doença (...). E que "opera no nome de Rogéria porque assim o deseja" e destacou que sempre "tomou cuidado de comunicar às corretoras que a pessoa autorizada a emitir ordens por Rogéria era ele, e se alguma coisa diferente disso consta nas fichas a culpa é exclusiva das corretoras".

74. Essa forma de atuar dos dois, que chamarei de "em conjunto", já havia sido revelada nos autos do PAS CVM nº 13/05, onde Rogéria e Murillo foram punidos pelo uso de práticas não equitativas. O Diretor-Relator, naquele caso, ao descrever as relações interpessoais dos envolvidos, diz que "(...) Murillo de Almeida Rego é marido e responsável pelas operações de Rogéria Costa Beber" e que "refiro-me, em especial, ao fato de Murillo de Almeida Rego ter realizado operações em nome de sua mulher Rogéria Costa Beber, por meio dos três intermediários investigados neste processo...".
75. Diante destes fatos, não me parece que os investidores necessitavam da proteção introduzida pela regra da CVM. Eles são marido e mulher; convivem juntos há mais de 18 anos; sabiam o que um e outro fazia; autorizavam a forma de atuar do outro; reconheceram e aceitaram o resultado das operações, fatos que me levam a concluir que não é razoável imputar aos intermediários responsabilidade pela falta formal da autorização na ficha cadastral, razão pela qual voto pela absolvição dos acusados.
76. A São Paulo e seu diretor também foram acusados pelo incorreto preenchimento da ficha cadastral do operador Rodrigo Bezerra de Melo Paraense, pois nela não constou sua identificação como pessoa vinculada à corretora, não atentando para as disposições previstas no inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004).
77. Tal identificação é exigida para que o intermediário possa verificar o cumprimento de duas outras regras a ele impostas pela CVM: uma, que o profissional de mercado somente poderá atuar pelo intermediário ao qual está vinculado<sup>26</sup>; e outra, que ele será preterido em relação aos clientes que não possuem essa característica quando da distribuição de ordens concorrentes<sup>27</sup>. No caso concreto, a acusação não logrou comprovar que o investidor vinculado tenha atuado por outro intermediário senão por aquele ao qual estava cadastrado, mas comprovou que ele foi um dos principais atores do esquema montado no seio da corretora, não apenas se beneficiando da distribuição irregular de ordens, como também beneficiando outros clientes, comportamento que resultou na sua acusação pela realização de operações fraudulentas, razões que julgo suficientes para votar pela condenação dos acusados por esta imputação.
78. A São Paulo e seu diretor foram acusados, também, de intermediação de operações de clientes sem ficha cadastral, não atentando para as disposições previstas no art. 5º da Instrução CVM nº 220/94<sup>28</sup> (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no art. 9º da Instrução CVM nº 387/03<sup>29</sup> (para as operações com opções realizadas na Bovespa em 2004). Tal imputação resulta do fato de que a Refer, o Zircônio e o Banco BRJ operaram pela corretora sem estarem devidamente cadastrados. Ao depor, Jorge Ribeiro declarou que a Refer deixou de ser cliente da corretora "por sua determinação, tendo em vista que se recusava a enviar os documentos necessários para completar sua ficha cadastral" e acredita que o Banco BRJ "operou sem ficha cadastral durante alguns meses pela demora do envio de documentos, situação facilitada pelo fato de haver uma relativa amizade sua com o proprietário do banco BRJ, Luiz Cláudio" e nada mencionou sobre a situação cadastral do Zircônio.
79. A CVM expressou a importância do cadastramento do investidor no intermediário, por conseguinte a necessidade da existência da ficha cadastral, tão logo iniciou sua atividade regulatória, ao editar a Instrução CVM nº 12/80, que estabelecia no seu art. 1º que "as bolsas de valores deverão instruir, expressamente, as sociedades corretoras, no sentido de preencher e manter atualizadas fichas cadastrais de seus clientes, contendo, no mínimo, as seguintes informações (...)"; e reiterou seu posicionamento nas instruções que sucederam aquela, inclusive nas que atualmente estão em vigência<sup>30</sup>. E a postura da CVM não poderia ser outra, pois o cadastro é a chave que abre as portas dos intermediários e do mercado para o investidor. E não se diga que se trata de um ato meramente burocrático, pois no cadastro devem constar as informações que moldam o perfil do investidor, elemento indispensável a nortear o seu relacionamento com o intermediário. Diante disso, voto pela condenação dos acusados por esta imputação.

#### d. Os Comitentes Beneficiários:

80. Inicialmente, afasto o argumento de defesa no sentido de que a Comissão de Inquérito não teria demonstrado a materialidade da infração e tampouco individualizado a conduta imputada aos acusados, ocasionando, com isso, o cerceamento de defesa. A meu ver, a peça acusatória apresenta todas as circunstâncias em que se teria praticado o ilícito atribuído a cada Comitente Beneficiário, evidenciando as características das operações por eles realizadas, segmentada por intermediário e por mercado (opções na Bovespa e Ibovespa na BM&F), incluindo os ganhos auferidos e as taxas de sucesso verificadas, bem como os diversos inter-relacionamentos entre os acusados.
81. Seguindo a lógica adotada pela Comissão de Inquérito, exposta na seção II deste relatório, foram acusados pela realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/79, os Comitentes Beneficiários que efetuaram as operações tidas como irregulares no âmbito da Bovespa, intermediadas pelas corretoras Novinvest e São Paulo. São eles: Banco BRJ S.A. e seu Diretor responsável Luiz Augusto de Queiroz; Rodrigo Bezerra de Melo Paraense; Carlos Eduardo Carneiro Lemos; Cristiano Costa Beber; Eric Davy Bello; João Carlos Seabra da Cruz; Renato Lima Silva; Ricardo Siqueira Rodrigues; Rogéria Costa Beber; Murillo de Almeida Rego; e Sandro Rogério Lima Belo.
82. Por sua vez, foram acusados pela realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, de acordo com os itens I e II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79, os Comitentes Beneficiários que efetuaram as operações tidas como irregulares no âmbito da BM&F, intermediadas pelas corretoras Novinvest e Schahin, e no âmbito da Bovespa por intermédio da corretora Schahin. São eles: Banco Schahin S.A. e seu Diretor responsável Carlos Eduardo Schahin; Christian de Almeida Rego; Horácio Pires Adão; Carlos Eduardo Carneiro Lemos; Cristiano Costa Beber; Eric Davy Bello; João Carlos Seabra da Cruz; Renato Lima Silva; Ricardo Siqueira Rodrigues; Rogéria Costa Beber; Murillo de Almeida Rego; e Sandro Rogério Lima Belo.
83. A acusação sustenta-se a partir da análise de diversos indícios, considerados em seu conjunto, observando-se que o indício equivale aos demais meios de prova, estando definido no art. 239 do Código de Processo Penal como "a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias". A força probante dos indícios é, inclusive, reconhecida pelo próprio Supremo Tribunal Federal, intérprete último da Constituição Federal<sup>31</sup>. Entretanto, é determinante que os indícios sejam sérios, consistentes e convergentes e, portanto, suficientes para sustentar uma condenação, sendo a prova indiciária essencial para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível<sup>32</sup>. Deve-se, portanto, ser realizada a análise do conjunto de indícios existentes em cada caso concreto.
84. Como bem destacado pela Diretora-Relatora Ana Novaes, no julgamento do PAS CVM nº 21/06, a grande dificuldade em casos como o presente é "saber se o investidor, ao realizar essas operações exitosas, o fez por conta própria, independente e alheio a qualquer esquema, ou, ao contrário, se agiu em conluio, ou mesmo de forma conivente, com intuito de obter lucros em detrimento de outros investidores (no caso, os Fundos)". Nesse mesmo julgamento, a Diretora-Relatora destacou alguns parâmetros para a avaliação da conduta de cada um dos investidores, conforme propostos pelo Diretor-Relator Otávio Yazbek, no julgamento do PAS CVM nº 13/05:
- "(...) para o fim de avaliar se estes acusados devem ser responsabilizados por ter participado de um esquema como o descrito pela comissão de inquérito, parece-me necessário ir além da constatação acerca dos ajustes do dia positivos e negativos. É necessário, antes de qualquer outra coisa, relacionar as operações dos Investidores com as operações realizadas pelos Fundos: para que o esquema funcionasse, os Investidores e os Fundos teriam que atuar por um mesmo intermediário durante um mesmo período. Mas não é só. Devem-se traçar vínculos, de uma forma mais ou menos direta, entre (i) o Investidor; (ii) alguém relacionado à gestão dos Fundos; e (iii) alguém relacionado aos intermediários responsáveis pelas operações realizadas por esses mesmos investidores e Fundos."

85. No caso concreto, com relação a **Horácio Pires Adão** e **Sandro Rogério Lima Belo**, não se identificou, no mínimo, a existência de vínculo entre eles e qualquer outro acusado, seja Comitente Beneficiário ou pessoa relacionada ao intermediário ou às Fundações. A meu ver, os demais indícios apresentados não se afiguram fortes o suficiente para sustentar que tais comitentes participavam conscientemente do esquema ou com ele eram coniventes, razão pela qual concluo pela absolvição dos mesmos.
86. Diferente é a situação daqueles Comitentes Beneficiários que, de uma forma mais ou menos direta, mantinham algum vínculo com pessoas de dentro das Fundações e/ou dos intermediários e que eram responsáveis pelas operações objeto de apuração, em linha com a decisão tomada pelo Colegiado no citado PAS CVM nº 13/05.
87. Análise, em primeiro lugar, o caso de **Carlos Eduardo Carneiro Lemos**, **Christian de Almeida Rego**, **Cristiano Costa Beber**, **Rogéria Costa Beber**, **Murillo de Almeida Rego**, **Ricardo Siqueira Rodrigues** e **Renato Lima Silva**:
- Carlos Eduardo, Christian Rego, Cristiano Beber, Rogéria Beber e Murillo Rego foram sócios na Arbor Gestão de Recursos Financeiros Ltda.;
  - Carlos Eduardo é primo de Christian Rego;
  - Christian Rego é meio-irmão de Murillo Rego;
  - Murillo Rego é companheiro de Rogéria Beber;
  - Rogéria Beber é irmã de Cristiano Beber;
  - Cristiano Beber foi operador da corretora São Paulo;
  - Carlos Eduardo e Christian de Almeida Rego são primos de Fabiana Carnaval (Gerente Financeira do Nucleos à época dos fatos);
  - Carlos Eduardo foi sócio de Bruno Grain (Gerente de Investimentos da Refer à época dos fatos) na Produto Corretora de Mercadorias Ltda. Em depoimento, Carlos Eduardo afirmou conhecer Bruno há quinze anos;

- i. Segundo informação extraída do relatório da CPMI dos Correios, Bruno Grain seria amigo pessoal de Murillo Rego;
- j. Christian Rego afirmou conhecer Bruno Grain profissionalmente do mercado, como *trader* de TDA (títulos da dívida agrária);
- k. Carlos Eduardo foi ainda sócio de Ricardo Rodrigues (assessor e responsável pela filial da corretora Novinvest no Rio de Janeiro) na Six Flags Gestão e Participações S.A. Em depoimento, Carlos Eduardo afirmou que se tornou cliente da Novinvest quando Ricardo, seu amigo de muitos anos, foi trabalhar nessa corretora;
- l. Renato Silva (operador de mesa da corretora Novinvest) trabalhou com Ricardo Rodrigues e também com o irmão de Christian e Murillo na corretora Safic. Algum tempo depois de a Safic ter encerrado suas atividades, Renato foi chamado por Ricardo para trabalhar na corretora Novinvest.
88. Como se verifica acima, trata-se de vínculos familiares, de amizade e profissionais que denotam uma estreita relação entre eles. Não é crível supor, por exemplo, que uma sociedade seja constituída entre pessoas que possuam mero vínculo superficial, como alegado em algumas defesas.
89. Também em sede de defesa, os acusados arguem que o fato de pessoas conhecidas e até integrantes da mesma família operarem e trocarem impressões a respeito do comportamento do mercado e as melhores oportunidades de investimento não teria o condão de configurar uma atuação conjunta e deliberada para a realização de operações fraudulentas. Concorde que tal fato, considerado isoladamente, não pressupõe a prática da infração. Contudo, além da existência desses vínculos, o caso concreto apresenta outros elementos que, analisados conjuntamente, não deixam dúvidas sobre a realização do esquema que utilizava as Fundações para darem respaldo na forma de um "seguro" contra eventuais prejuízos nas operações dos Comitentes Beneficiários.
90. Como visto, Carlos Eduardo, Christian Rego, Cristiano Beber, Rogéria Beber, Murillo Rego, Ricardo Rodrigues, Renato Silva e as Fundações operaram pelos mesmos intermediários durante um mesmo período. No âmbito desses intermediários, o processamento natural das ordens de negociação era alterado de forma a permitir o direcionamento na distribuição dos negócios, na Bovespa, a partir da reespecificação injustificada de comitentes e a utilização indiscriminada do código de "cliente 0", na BM&F, a partir da especificação dos comitentes ao final do pregão ou das janelas de especificação. Os referidos Comitentes Beneficiários alcançaram altas taxas de sucesso negociando com os mesmos papéis que as Fundações, que, por sua vez, obtinham invariavelmente ajustes do dia negativos, na BM&F, e preços menos favoráveis, na Bovespa. Verificou-se ainda a existência de vínculo, de uma forma mais ou menos direta, desses Comitentes Beneficiários com Fabianna Carnaval e Bruno Grain, responsáveis, respectivamente, pelas operações realizadas pelo Núcleo e pela Refer, e também com os intermediários.
91. Adicionalmente, há que se destacar que Carlos Eduardo, Christian Rego, Cristiano Beber, Rogéria Beber, Murillo Rego e Ricardo Rodrigues foram condenados pelo Colegiado desta autarquia no âmbito do PAS CVM nº 13/05, julgado em 25.06.12, pela realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (infração ao inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79)<sup>33</sup>. A exemplo deste processo, o referido precedente foi instaurado para fins de apurar esquema operado com a finalidade de direcionamento na distribuição de negócios cursados na BM&F, nos anos de 2002 e 2003, em benefício de clientes específicos e em detrimento de fundos exclusivos de entidade fechada de previdência complementar (Prece Previdência Complementar). Carlos Eduardo foi acusado na qualidade de Gerente de Investimentos da Prece à época dos fatos e responsável pela gestão dos fundos. Christian Rego, Cristiano Beber, Rogéria Beber, Murillo Rego e Ricardo Rodrigues foram acusados na qualidade de comitentes beneficiados pelo esquema. Cristiano Beber, além de ter operado em nome próprio, era o operador da corretora São Paulo responsável por receber as ordens dos fundos e também de sua irmã, Rogéria Beber<sup>34</sup>. Ricardo Rodrigues era gerente da Novinvest e operou em nome próprio por intermédio dessa corretora durante o período em que se deram os negócios dos fundos exclusivos da Prece.
92. No presente PAS, Ricardo Rodrigues foi acusado não somente na qualidade de Comitente Beneficiário, mas também como operador responsável pela filial da Novinvest no Rio de Janeiro, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de desígnios com os comitentes conluídos, visando beneficiá-los na distribuição dos negócios executados. Diante das provas obtidas, estou convencido de que Ricardo foi o responsável pela consecução dos ilícitos no âmbito da Novinvest, seja por ser a principal pessoa de contato na corretora, seja por ter captado o cliente e/ou ainda pelo fato de existirem vários negócios que foram especificados em seu nome antes de serem alocados ao comitente final nos negócios realizados na Bovespa. Essas múltiplas funções fizeram dele peça importante no esquema. Relembro que essa reespecificação de comitentes era o mecanismo utilizado no âmbito da Novinvest para fraudar o processamento normal das ordens e direcionar os melhores negócios para os Comitentes Beneficiários em detrimento das Fundações.
93. Em depoimento à Comissão de Inquérito, J.O.M.J., diretor da Novinvest, declarou que "A grande maioria dos clientes institucionais, inclusive a Refer e o Fundo Zircônio, foi contatada pela Filial Rio de Janeiro, cujo gerente responsável era Ricardo Rodrigues". Os Comitentes Beneficiários que operaram pela Novinvest, além do próprio Ricardo, foram: Carlos Eduardo, Renato Lima Silva, Rogéria Beber/Murillo Rego, Cristiano Beber, Eric Davy Belo e João Carlos Seabra da Cruz. Como exposto acima, Carlos Eduardo e Ricardo são amigos de longa data e foram sócios na Six Flags Gestão e Participações S.A. Renato Silva trabalhou com Ricardo na corretora Safic e foi posteriormente trabalhar na corretora Novinvest à seu convite. Em depoimento à Comissão de Inquérito, Murillo Rego afirmou que quem recepcionava suas ordens na Novinvest "era sempre Ricardo Siqueira, o qual já conhecia há bastante tempo" e Cristiano Beber declarou que se cadastrou na Novinvest "por intermédio de Ricardo Siqueira, que lhe foi apresentado por Murillo Rego (...)". Também Eric Davy declarou que passou a operar pela Novinvest devido à relação de amizade com Ricardo Siqueira, observando-se que Eric e João Carlos foram sócios em quatro sociedades, denotando estreito relacionamento.
94. Em sua defesa escrita e também em sua contestação oral, Ricardo Rodrigues arguiu, entre outros, que 71% (R\$5.250,00) do resultado a ele atribuído na tabela 85 do relatório de acusação (R\$7.350,00) decorreram de operações com Ibovespa futuro em um dado vencimento (série FEV4) no qual o Zircônio não operou e sequer teve ordens abertas, segundo a tabela 20 do mesmo relatório. Assim, a seu ver, deveria ter sido considerado, no dia 18.02.04, apenas o ganho de R\$2.100,00 (série ABR4) apontado na tabela 19. Entendo que tal argumento é procedente, uma vez que, segundo a lógica adotada pela acusação, para as operações cursadas na BM&F foram considerados apenas os pregões em que houve a atuação concomitante das Fundações, com os mesmos papéis<sup>35</sup>. Esse argumento, inclusive, aplica-se também a João Carlos Seabra da Cruz (tabelas 82 e 20), cuja conduta abordarei adiante, e a Rogéria Beber (tabelas 89 e 20)<sup>36</sup>, no que se refere às operações com Ibovespa futuro intermediadas pela Novinvest. Assim, o valor computado a mais pela acusação ao calcular o ganho auferido por esses comitentes será devidamente descontado na hipótese de aplicação de penalidade de multa calculada com base nesse ganho, na forma do art. 11, §1º, inciso III da Lei nº 6.385/76.
95. Quanto às demais alegações de defesa trazidas oralmente por Ricardo Rodrigues nesta data, esclareço o que se segue:
- a. Em relação às operações que teriam sido realizadas em 05.12.04 (um domingo), observa-se que, em verdade, trata-se de 05.12.03, mesmo porque o período abrangido pela acusação é de setembro de 2003 a abril de 2004. Além disso, a Tabela 26 referida no item 102 do relatório de acusação procurou apenas demonstrar as reespecificações efetuadas naquela data e apontam claramente que as operações em nome de Ricardo foram canceladas;
- b. Em relação à eventual contradição entre as operações citadas nas tabelas constantes do relatório de acusação (Tabelas 85 e 86) e aquelas constantes de anexo ao mesmo (Anexo III, fls. 7472/7474), entendo que não assiste razão ao acusado. A Tabela 86, referente às operações cursadas na Bovespa, contempla todas as operações enquadradas na lógica da acusação, já descrita, isto é, foram considerados todos os pregões independentemente da participação concomitante da Refer e/ou do Zircônio, diferentemente da lógica adotada para as operações cursadas na BM&F e relacionadas na Tabela 85<sup>37</sup>.
96. Por sua vez, Rogéria Beber alega ser parte ilegítima no polo passivo do presente processo, visto que somente Murillo realizaria as movimentações financeiras do casal, devendo ser o único acusado. No entanto, no curso das investigações, apurou-se que também Rogéria emitia ordens, conforme se depreende do depoimento prestado por Ricardo Rodrigues (Novinvest) à Comissão de Inquérito e dos e-mails anexos às fls. 4031 a 4105 dos autos, razão pela qual indefiro o pleito de exclusão de Rogéria do polo passivo deste PAS.
97. Por último, pertinente abordar alegação de Renato Lima acerca da inépcia da acusação de realização de operações fraudulentas, considerando que a própria Comissão de Inquérito, no parágrafo 490 de seu relatório, admite que não foram encontrados indícios de operações irregulares em relação aos negócios por ele realizados na Bovespa em 2003 e 2004. Verifico que assiste razão ao acusado, motivo pelo qual voto pela sua absolvição com relação a essa imputação apenas.
98. Por outro lado, com relação às operações day trade realizadas por Renato com Ibovespa futuro na BM&F entre setembro de 2003 e abril de 2004, considerando-se apenas os pregões em que houve a atuação concomitante da Refer e/ou do Zircônio, verifico que o ganho por ele auferido totaliza R\$109.050,00 e não R\$89.580,00, como apresentado na tabela 84 do relatório de acusação. Isso porque não foram considerados no sumário das operações descritas na tabela 84 os negócios realizados por Renato nos dias 18.02.04 e 01.03.04, especificados nas tabelas 19 e 25 do mesmo relatório, em que obteve Ajustes do Dia de R\$13.350,00 e R\$5.850,00<sup>38</sup>, respectivamente.
99. Especificamente no âmbito da corretora Schahin, entendo que, embora não se tenha identificado uma pessoa em especial que fizesse a ligação entre o intermediário e Christian Rego, Rogéria Beber e Murillo Rego, os demais indícios afiguram-se fortes o suficiente para sustentar que tais comitentes participavam conscientemente do esquema. A própria atuação do Banco Schahin como Comitente Beneficiário revela que o esquema era perpetrado também no âmbito dessa corretora. O Banco Schahin, ao operar no mesmo período e com os mesmos ativos que as Fundações, auferiu ganho de aproximadamente R\$3 milhões — R\$852.447,00 na Bovespa e R\$2.322.675,00 na BM&F e taxas de sucesso de, respectivamente, 100% e 83% —, enquanto aquelas obtiveram invariavelmente ajustes do dia negativos, na BM&F, e preços menos favoráveis, na Bovespa. Ademais, segundo a acusação, depois de abril de 2004, o Banco operou day trades com opções na Bovespa apenas no dia 08.09.04, com R\$22.600,00 movimentados e lucro de pouco mais de R\$3.000,00, ou seja, apesar dos ganhos obtidos entre o final de 2003 e o início de 2004, o Banco repentinamente parou de operar day trades na Bovespa, não tendo concedido maiores explicações para esse fato. Já na BM&F, não obstante tenha operado em vários mercados durante os anos de 2003 e 2004, apenas com o Ibovespa apresentou resultados significativamente positivos.
100. Observa-se, ainda, que a data de cadastramento do Banco Schahin na corretora do mesmo grupo é 11.11.03, data essa em que também o Fundo Zircônio cadastrou-se nessa corretora. Do mesmo modo, Rogéria Beber se cadastrou na Schahin em novembro de 2003 (dia 21), isto é, em data muito próxima àquela em que se operou o cadastramento do Zircônio. Ademais, como já abordado neste voto, as ordens das Fundações e dos Comitentes Beneficiários eram recepcionadas por Luis Alberto Siso, operador responsável pela consecução dos ilícitos no âmbito da Schahin.

101. Em sua defesa, o Banco Schahin alega que a acusação não considerou todo o universo das operações por ele realizadas na Bovespa, no período em questão, o que, a seu ver, invalidaria qualquer conclusão a respeito. No entanto, como já exposto acima, no caso das operações realizadas na Bovespa e intermediadas pela corretora Schahin, foram considerados apenas os pregões em que houve a atuação concomitante da Refer e/ou do Zircônio, dado que não se constatou no âmbito dessa corretora a utilização do mecanismo de reespecificação de comitentes, razão pela qual tais operações não foram caracterizadas como fraudulentas pela Comissão de Inquérito. Na Schahin, a especificação dos comitentes se dava *a posteriori* — notadamente a partir do uso indiscriminado do código de "cliente 0" — resultando direta e efetivamente em um tratamento para as Fundações que as colocou em uma indevida posição de desigualdade em face dos Comitentes Beneficiários, caracterizando a realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, como conceituada pela Instrução CVM nº 08/79.
102. Outro argumento de defesa trazido pelo Banco Schahin é a decisão que teria sido tomada pela BM&F em processo administrativo regularmente instaurado (originário do relatório da CPMI dos Correios), abordando as operações da espécie, no sentido da inexistência de participação da corretora Schahin na estruturação ou mesmo na execução de tais operações. Em que pese ter a defesa se limitado à transcrição do teor da decisão, sem, contudo, anexá-la aos autos, ressalto que a atuação desta CVM não está adstrita às decisões exaradas pelo auto-regulador, notadamente quando do exercício de seus poderes de fiscalização e punição.
103. No que tange à corretora São Paulo, por sua vez, a atuação de **Rodrigo Bezerra de Melo Paraense** reforça que o esquema igualmente era perpetrado no âmbito dessa corretora. Rodrigo, além de ser o operador da São Paulo responsável pela execução das ordens dos Comitentes Beneficiários e das Fundações, negociou em nome próprio, com opções (Telemar) na Bovespa, no mesmo período em que a Refer e o Zircônio. Ele auferiu ganho da ordem de R\$ 73 mil em operações *day-trade*, com taxa de sucesso de 100%. Não obstante fosse pessoa vinculada à corretora, omitiu tal fato em sua ficha cadastral.
104. A exemplo de Ricardo Rodrigues, operador da Novinvest, Rodrigo Paraense foi acusado não somente na qualidade de Comitente Beneficiário, mas também como operador da São Paulo, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de desígnios com os comitentes conluiados, visando beneficiá-los na distribuição dos negócios executados. Teve também múltiplas funções no esquema. Diante das provas obtidas, estou convencido de que Rodrigo foi o responsável pela consecução dos ilícitos no âmbito da São Paulo. Como já abordado neste voto, os depoimentos tomados no curso das investigações são uníssonos em desdizer a afirmação de Rodrigo no sentido de que não operava para os referidos clientes da corretora, além do que, segundo apurado, Rodrigo enviou vários e-mails para Fabianna Carnaval com o resultado de operações intermediadas pela São Paulo para o Zircônio (fls. 5685/5689).
105. A meu sentir, os operadores das corretoras responsáveis pelas operações realizadas pelas Fundações e pelos Comitentes Beneficiários possuíam o completo domínio sobre a recepção, execução e distribuição das ordens, o que tornava fácil executar o esquema e obter os resultados desejados.
106. Além de Rodrigo, operaram pela corretora São Paulo: Cristiano Beber, Rogéria Beber, Murillo Rego e Banco BRJ S.A. Como visto acima, Murillo é companheiro de Rogéria, que é irmã de Cristiano, que, por seu turno, trabalhou como operador na São Paulo, tendo todos sido condenados pela CVM no PAS nº 13/05 pela participação em esquema com características similares. Destaca-se que Murillo declarou no curso das investigações que quem recepcionava suas ordens na São Paulo era seu cunhado Cristiano, que continuou a recebê-las mesmo após não mais trabalhar na corretora, repassando-as para algum operador.
107. Quanto ao **Banco BRJ**, ao operar no mesmo período e com os mesmos ativos que as Fundações, auferiu ganho de R\$508.133,00, com taxa de sucesso de 94%, em 17 operações *day trade* com opções na Bovespa, observando-se que excluí, do universo de operações descritas na tabela 66 do relatório de acusação, aquelas realizadas em 08, 10 e 15 de setembro de 2003, por terem sido realizadas em período em que as Fundações sequer haviam sido cadastradas (ou iniciado seu cadastramento) na corretora São Paulo<sup>39</sup>. Embora a ficha cadastral do Banco BRJ na São Paulo fosse datada de 01.04.04, começou a operar pela corretora antes dessa data. Tal fato foi objeto de questionamento pela Comissão de Inquérito, tendo Jorge Ribeiro dos Santos, diretor responsável pela corretora à época, afirmado em depoimento que essa situação poderia ter sido facilitada pelo fato de possuir uma relação de amizade com um dos acionistas majoritários (e Diretor) do Banco BRJ, evidenciando que este possuía com o intermediário mais do que um "natural relacionamento de mercado", como arguido em sua defesa. Ademais, o Banco parou de atuar após junho de 2004, época em que o esquema sofreu um revés com a saída de Bruno Grain da Refer.
108. A meu juízo, os indícios apresentados se afiguram fortes e suficientes para sustentar que também esses comitentes participavam conscientemente do esquema, razão pela qual voto por condená-los pela realização de prática não equitativa e/ou de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários.
109. Especificamente quanto a **Luiz Augusto de Queiroz** e **Carlos Eduardo Schahin**, acusados na qualidade de diretores responsáveis, respectivamente, pelo Banco BRJ S.A. e Banco Schahin S.A., entendo que não se logrou êxito em comprovar que eles eram efetivamente os responsáveis, dentro de cada instituição, pelas operações reputadas ilícitas, não se podendo presumir o seu conhecimento e envolvimento no esquema, motivo pelo qual voto pela absolvição de Luiz Augusto da acusação de realização de operação fraudulenta e pela absolvição de Carlos Eduardo da acusação de realização de prática não equitativa.
110. Com relação a **João Carlos Seabra da Cruz** e **Eric Davy Bello**, apurou-se que foram sócios em quatro sociedades (Goal Family Fitness, BSRM Consultoria Técnica Ltda., Brasil Central S.A. DTVM e Projuris Assessoria, Consultoria e Planejamento Empresarial Ltda.) e que este último possuía vínculo de amizade: (i) com o operador da corretora Novinvest, Renato Lima Silva, também acusado por ter se beneficiado do esquema; e (ii) com o gerente de mesa dessa mesma corretora, Ricardo Siqueira, que, além de ter se beneficiado do esquema, esteve, de alguma forma, envolvido nas operações de todos os clientes da Novinvest que apresentaram padrão de atuação que revelou indícios de terem sido favorecidos. Tais comitentes operaram pela Novinvest no mesmo período das Fundações, tendo obtido taxas de sucesso de 100%, ao passo que as Fundações obtinham invariavelmente ajustes do dia negativos, na BM&F, e preços menos favoráveis, na Bovespa. Destaco que João Carlos cadastrou-se na Novinvest em 28.11.03, apenas alguns dias após a Refer e o Zircônio se cadastrarem nessa corretora.
111. Observo, porém, quanto a João Carlos, o aproveitamento da alegação de defesa apresentada por Ricardo Rodrigues e descrito no parágrafo 94 deste voto, de sorte que o ganho de R\$16.800,00 por ele auferido em operação *day trade* com Ibovespa futuro (série FEV04), realizada em 18.02.04 pela corretora Novinvest (tabela 20 do relatório), não deverá ser computado no cálculo da penalidade de multa a ser aplicada nos termos do art. 11, §1º, inciso III da Lei nº 6.385/76, vez que, segundo a lógica adotada pela acusação, para as operações cursadas na BM&F foram considerados apenas os pregões em que houve a atuação concomitante das Fundações, com os mesmos papéis, o que não ocorreu na referida data<sup>40</sup>. No que tange a Eric Davy, aplico o mesmo raciocínio adotado com relação ao Banco BRJ, isto é, entendo que devem ser excluídas, do universo de operações descritas na tabela 80 do relatório de acusação (operações *day trade* com opções na Bovespa), aquelas realizadas em 20, 24 e 28 de outubro de 2003, por terem sido realizadas em período em que as Fundações sequer haviam sido cadastradas na corretora Novinvest<sup>41</sup>.
112. Especificamente com relação às altas taxas de sucesso verificadas nas operações *day trade*, arguem os acusados que não podem ser utilizadas como indicio de possível conluio, à medida que são baseadas em juízo de probabilidade e não consideram a experiência dos comitentes no mercado financeiro e também seu perfil operacional. A meu sentir, a matéria foi muito bem abordada no voto da Diretora-Relatora Ana Novaes, por ocasião do julgamento do PAS CVM nº 21/06, em 07.08.12, ao indagar qual seria a probabilidade de ganhos repetidos e frequentes em vários pregões obtidos por certos investidores serem de fato aleatórios, e não fruto de um arranjo intencional. A essa indagação, a Diretora-Relatora destacou o que se segue:

"Em relação à primeira indagação, quando se compra, em um determinado pregão, uma ação líquida ou o índice futuro de ações, a probabilidade de fechar este MESMO dia com ganho ou perda é de praticamente 50%. Esta probabilidade é semelhante ao lançamento de uma moeda resultar em cara ou coroa. Se assim não fosse, seria possível obter lucros certos no mercado de ações, o que, como se sabe, não é o caso, nem mesmo para as instituições financeiras. Devemos lembrar que os investidores aqui investigados são pessoas físicas, sem maiores acessos a informações sobre o mercado de renda variável. Esses investidores não tinham, por exemplo, um time de analistas para fornecer dados sobre oportunidades para arbitragem e/ou distorções de preços no mercado. Além disso, o futuro do índice Bovespa é extremamente líquido, o que limita ganhos com operações de arbitragem."

113. Entendo que a análise sobre a probabilidade de ganhos repetidos e frequentes em vários pregões obtidos por certos investidores consiste sim em um indicio de prova, indicio esse que, como já abordado acima, deve ser considerado em conjunto com outros elementos, consistentes e convergentes, os quais, no caso concreto, a meu ver, afiguram-se suficientes para embasar a condenação de Carlos Eduardo, Christian Rego, Cristiano Beber, Rogéria Beber, Murillo Rego, Ricardo Rodrigues, Renato Silva, Rodrigo Paraense, Banco Schahin S.A., Banco BRJ S.A., João Carlos e Eric Davy Bello pela realização de prática não equitativa e/ou de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários.

#### e. Os Gestores do Nucleos / Zircônio :

114. O Nucleos, utilizando-se do fundo exclusivo Zircônio, operou na BM&F pelas corretoras Novinvest e Schahin, em 76 pregões, dos quais obteve Ajustes do Dia positivos em apenas 11 pregões e acumulou perdas totais de R\$ 7.407.040,00. Na Bovespa, ele operou por intermédio da Novinvest, Schahin e São Paulo e, em razão da sistemática utilizada pela acusação para apontar as operações irregulares realizadas nesta bolsa, não foi possível mensurar o total das perdas incorridas pela fundação.
115. A acusação imputou responsabilidades por práticas não equitativas e operações fraudulentas pela participação no conluio, a **Paulo Roberto** e **Fabianna Carnaval**, respectivamente, Presidente e Gerente Financeira do Nucleos, como também para o Diretor da Industrial DTVM, **Abílio Nascimento Neto** e para a funcionária do Banco Industrial, **Carolyne Moura Munhoz**. Além disso, atribuiu responsabilidade pelo dever de diligência à **Industrial DTVM** e ao seu diretor Abílio Nascimento, por não empregar, na defesa dos direitos do Nucleos, seu único cotista, a devida diligência, mediante a qual deveria praticar todos os atos necessários para assegurar seus direitos.
116. Entendo que restou plenamente comprovado que as perdas incorridas pelo Zircônio não resultaram exclusivamente de sua má gestão, mas decorreram da sua utilização como garantidor dos resultados positivos obtidos pelos Comitentes Beneficiários. Ele foi o "porto seguro" que possibilitou que os Comitentes obtivessem alto índice de sucesso nas suas operações. A acusação demonstrou inexistirem atos e fatos que comprovariam que as operações do Zircônio visavam o hedge da carteira, ao contrário, o que se evidenciou, à sociedade, foi que a maioria das aplicações caracterizava-se como de alavancagem. Nos negócios realizados na BM&F, por exemplo, a acusação logrou demonstrar que o Zircônio ficou "comprado" em praticamente todos os dias nos quais operou, numa nítida demonstração de que não se buscava o hedge da carteira, mas sim negócios especulativos.

117. Recordo, para uma melhor compreensão dos fatos, que a Industrial DTVM foi contratada para administrar a carteira do Zircônio, fazendo jus à taxa de administração e de performance, regras estabelecidas em regulamento próprio.
118. Paulo Roberto, então presidente do Nucleos, declarou que *"as aplicações do dia-a-dia no mercado financeiro eram decididas por [G.A.F.], de acordo com a política de investimentos definida pelo Conselho Deliberativo."* e que o *"contrato feito com a Industrial objetivou a plena gestão do fundo, desconhecendo se na prática havia reuniões com [G.A.F.], Fabianna ou [W.K.] para serem tomadas decisões de investimento"*.
119. Já G.A.F., à época Diretor Financeiro, falecido em 2007, no depoimento que prestou na CPMI dos Correios, afirmou que Fabianna era quem preparava e planejava as operações financeiras do Nucleos.
120. Fabianna, Gerente Financeira, declarou que trabalhou na Refer em 1994, que conhece Rogéria Beber, mulher de Murillo Rego, este foi criado por uma tia sua, e também que é prima de Carlos Lemos e Christian Rego. Disse que as ordens eram decididas por G.A.F., que as repassa verbalmente para ela ou para W.K. (analista financeiro), que, por sua vez, as transmitiam para as corretoras. Disse que se relacionava com três pessoas na Industrial: um rapaz que não recorda o nome, Abílio e Carolyne e com esta última falava quase diariamente. Que mesmo durante sua licença maternidade continuou mantendo contatos esporádicos com o Nucleos e a Industrial. Sobre a contratação da Industrial, disse que *"não sabe explicar a razão pela qual o Nucleos pagava gestão do Fundo Zircônio para a Industrial, uma vez que as ordens eram comandadas pelo próprio Nucleos; também não sabe explicar a razão de pagar taxa de performance para a Industrial, se as ordens eram comandadas pelo Nucleos"*.
121. W.K., analista financeiro e substituto de Fabianna durante sua licença, declarou que *"diariamente, as corretoras enviavam, por e-mail, a confirmação das operações realizadas, tanto na Bovespa quanto na BM&F, para Fabianna e ele, sendo que estas informações eram repassadas para os administradores dos fundos"*. Disse que *"Fabianna possuía bons conhecimentos técnicos"* e que ela fazia o *"acompanhamento do detalhamento da rentabilidade das operações do Fundo Zircônio"*. Ao assumir as funções durante a licença de Fabianna, esta lhe *"explicou que ele iria receber as ordens executadas pelas corretoras no final de cada dia, não sendo necessário que ele se preocupasse com a origem dessas ordens"*.
122. J.R.O.S., Diretor Financeiro a partir de 2005, declarou que os membros do Comitê [se referindo ao Comitê Consultivo de Investimentos] comentavam que *"a Gerente Financeira dizia ser impossível detalhar por completo os ativos contidos nos fundos exclusivos"*. Disse que não poderia atestar a capacidade técnica da Fabianna, porém ressalta *"que o resultado global dos investimentos da fundação sob sua tutela integral foi pífio, chegando a ser negativo na renda variável"* e que, ao ser questionada pelo Conselho Deliberativo, ela informou que *"foi um ano de bolsa ruim"* o que não correspondia à realidade, pois naquele ano a bolsa valorizou 20%.
123. O Diretor da Industrial, Abílio Nascimento, declarou que o seu principal contato no Nucleos era a Fabianna, durante a licença dela era W.K., e depois ambos. Que *"o próprio Instituto comandava as ordens para as corretoras; ao final do dia, o Nucleos enviava para a Industrial o mapa das ordens executadas naquele dia"*. Algumas vezes questionou o Nucleos sobre a baixa rentabilidade do fundo e Fabianna dizia *"que as operações na BM&F do Fundo Zircônio prestavam-se a fazer hedge de todo o patrimônio em ações"*. Disse que recebia as *"notas de corretagem somente do Nucleos (normalmente, de Fabianna ou [W.K.]), ao final do dia, não as recebendo diretamente das corretoras"*. Declarou também que não fazia a gestão do Fundo Zircônio, mas tão somente a sua administração.
124. Carolyne Moura, funcionária do Banco Industrial, declarou que sua participação na administração do Zircônio era *"basicamente operacional, recebendo, diariamente, do Nucleos as operações realizadas em cada dia, e as repassando para a área de back office do Banco Industrial"*. Disse que as *"ordens pelo Fundo Zircônio eram sempre transmitidas pelo próprio Nucleos, nunca tendo o feito ela própria, ou observado Abílio transmitir ordens para qualquer corretora pelo fundo"*. Conhecia Fabianna por conversas de telefone, pois com ela falava diariamente e durante a licença maternidade dela conversava sobre as *"operações diárias com [W.K.]"; entretanto, continuou mantendo contato com ela, que, aparentemente, continuava acompanhando os trabalhos de administração do Fundo Zircônio."* e a sua percepção era de que *"[W.K.] respondia a Fabianna"*.
125. E.A.N., que trabalhava no back office do Banco Industrial, declarou que o *"próprio Nucleos era o responsável por discriminar as ordens; entretanto, antes de estas serem transmitidas, deveriam ser submetidas à Industrial, para sua concordância; o Instituto então ordenava as ordens"*. Ao tomar conhecimento do Zircônio, *"estrANHou o modelo de gestão onde quem aplicava era o cotista"*, e as ordens eram *"passadas"* por Fabianna e durante *"algum tempo ela operava de sua residência, por estar em período de licença-maternidade; uma única vez a viu no Banco Industrial (durante sua licença), pois havia ido visitar as instalações"*. Alertou o Abílio sobre a baixa rentabilidade do fundo, mas este disse *"que as decisões de investimento partiam do Nucleos e ele não podia tomar qualquer atitude contrária"*. O Zircônio era o único com gestão compartilhada com a Industrial, que esta possuía experiência em renda fixa, *"mas não em renda variável, e cre que esta tenha sido a razão para o aceite da modalidade de gestão compartilhada"*.
126. Tudo evidencia que o Nucleos continuou a comandar as operações do Zircônio, decidindo no que, como e quando aplicar, apesar de ter contratado a Industrial como administradora do fundo. Os depoimentos prestados pelas pessoas que detinham pleno conhecimento do funcionamento do Zircônio, funcionários do Nucleos ou da Industrial, revelam com nitidez o mecanismo utilizado na estruturação dos negócios.
127. Se tais declarações não bastassem para definir quem de fato detinha o comando dos negócios, a carta enviada pelo Nucleos à Industrial, datada de 01.07.05, e juntada aos autos, livremente produzida por G.A.F., Diretor Financeiro, e A.A., Diretor de Benefícios, onde eles consignam *"que durante o período da administração da Industrial do Brasil DTVM, todas as ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários foram realizadas por nós, com consulta prévia, para posterior liquidação (...) A atuação da Industrial do Brasil DTVM se restringiu a administração dos ativos e atos administrativos"*, não deixa dúvida sobre como funcionava de fato a gestão da carteira do Zircônio.
128. Emergem dos autos, a meu sentir, fartas provas de que as operações foram capitaneadas por Fabianna Carnaval, que se utilizou de sua experiência na lida com a administração de recursos de Fundações (foi funcionária da Refer) e de seu conhecimento e grau de parentesco com alguns dos Comitentes Beneficiários, para assumir o completo controle dos negócios e dar as ordens não visando os interesses do fundo, como restou consignado na peça acusatória, mas para viabilizar os resultados positivos obtidos pelos Comitentes Beneficiários. Seu envolvimento no esquema era tão intenso, tão indispensável, que mesmo no período em que esteve de licença maternidade continuou a se interessar e a interferir nos negócios. Ela agia com toda a desenvoltura, pois além de transmitir as ordens, recebia das corretoras a confirmação dos negócios realizados e, se valendo da sistemática utilizada pela Fundação para controlar seus investimentos, não prestava contas dos negócios de forma individualizada. O resumo das atas das reuniões do Comitê Consultivo de Investimentos do Nucleos, realizadas entre 04.09.03 e 21.12.04, bem denotam como ela prestava conta dos resultados obtidos pelos negócios que ela comandava, sempre de forma agregada e se referindo a períodos extensos de tempo, sem a transparência capaz de permitir que outras pessoas da fundação (outros setores) tivessem pleno conhecimento da forma como ela conduzia as operações e fossem capazes de analisar adequadamente a sua performance. Por tudo isso, concluo que a acusada é responsável pelas imputações que lhe foram formuladas.
129. Também foi acusado pelas mesmas práticas não equitativas e operações fraudulentas o Presidente do Nucleos, Paulo Roberto, e dessa conclusão permito-me discordar da acusação, pois não encontro coligidas nos autos provas capazes de me levar a concluir que o acusado praticou os ilícitos a ele imputados. É certo que o simples fato dele ser o Presidente da Fundação não é suficiente para se inferir que ele fazia parte do esquema retratado neste processo. Tampouco me parece serem provas incontroversas da sua atuação, como destaca a acusação, a sua suposta contradição ao afirmar que era G.A.F. quem decidia pelos investimentos (quando se sabia que ele pouco conhecia do assunto), ou quando afirmou que Fabianna engravidou meses após ter sido contratada, quando já estava grávida ao ser contratada. Da mesma forma julgo imprestável como prova da conduta a ele atribuída o fato dele acompanhar a rentabilidade das aplicações, pois tal atitude, a meu sentir, é típica do cargo por ele exercido. Por fim, a acusação destaca, como mais uma prova, o e-mail enviado por Paulo Roberto a Fabianna, no qual ele comanda algumas operações e solicita que a mensagem seja apagada, mas ele produziu provas de que esse e-mail não possuía qualquer relação com os negócios objeto de apuração neste PAS, tratando-se, em verdade, da compra de cotas de Fundo de Investimento em Participações, no valor de R\$ 10 milhões, a qual foi formalmente objeto de proposta do próprio Presidente a 352ª Reunião da Diretoria Executiva, cuja ata integra a página 5497 dos autos.
130. Julgo importante destacar que, ao excluir Paulo Roberto de responsabilidade, me ateno ao fato de que a ele foi imputado o uso de práticas não equitativas e operações fraudulentas, conduta ilícita que a meu ver não restou comprovada pela acusação a partir das provas coletadas. Nunca é demais lembrar que o arcabouço normativo aplicável às Fundações impõe limites à atuação supervisora da CVM sobre tais entidades, pois sua competência se limita à atuação delas como investidoras no mercado de valores mobiliários, e disso decorre que elas somente podem ser punidas pela CVM por infração às normas de funcionamento do mercado, mais precisamente aquelas elencadas na Instrução CVM nº 8/79, razão pela qual assim decidi a acusação. Como já dito, eventual irregularidade praticada pelo acusado por atos de gestão da Fundação escapam da competência regulatória da CVM e se submetem à supervisão da Previc, razão pela qual ao final deste voto irei propor a comunicação dos fatos apurados àquele órgão. Por todo o exposto, voto pela absolvição do acusado das imputações que lhe foram formuladas.
131. Coerente com esta minha conclusão – a de que o Nucleos continuou a comandar as operações – me vejo obrigado a votar pela absolvição de Abílio Nascimento e Carolyne Moura das acusações de práticas não equitativas e operações fraudulentas. Ora, se eles não detinham o comando dos negócios, não decidiam em que, onde e como operar, não vislumbro de que forma eles poderiam agir no sentido de prejudicar o Zircônio e favorecer os Comitentes Beneficiários, já que o domínio dos fatos foi condição indispensável, como já vimos, para o sucesso do esquema.
132. O fato de algumas ordens terem sido transmitidas a partir da Industrial não é suficiente para me levar a concluir de forma diferente, pois há uma fundamental diferença entre decidir pelo negócio — função do Nucleos — e de transmitir as ordens — em alguns casos função da Industrial — pois é o primeiro ato que definirá com quais propósitos o negócio se realizará. Portanto, não posso subscrever a vaga conclusão da acusação em relação a estes acusados, quando ela diz que *"entretanto, quem recebia os e-mails de confirmação das ordens eram Fabianna, [W.K.], Carolyne e Abílio. Depreende-se, então, que as ordens partiam de um deles, ou de todos. Ademais, pouco importa quem efetivamente preparava e transmitia as ordens, pois o fato é que havia um esquema, que envolvia pessoas do Nucleos e da Industrial, para lesar o Fundo Zircônio"*.
133. Resta apreciar a acusação de que a Industrial e seu diretor não foram diligentes em relação aos negócios do Zircônio. Igualmente ao que concluí em relação às duas outras acusações, entendo que esta também não deve prosperar. Sem adentrar em discussões acerca dos limites de ingerência de cotistas de fundos de investimento exclusivos na gestão desses fundos, faço referência ao voto da Diretora-Relatora Luciana Dias no PAS CVM nº 15/08, julgado em 28.02.12. Na ocasião, a Diretora-Relatora concluiu que mesmo quando as decisões de investimento são tomadas pelo proprietário dos recursos investidos faz-se necessária a adoção das estruturas de governança estabelecidas pela regulamentação, de forma

a viabilizar o exercício do poder de fiscalização e da responsabilização dos agentes que efetivamente tomam as decisões em nome de uma instituição. No entanto, admitiu que, quando não há a separação entre a propriedade e a gestão dos recursos investidos no fundo, ao menos em tese, pressupõe-se que o proprietário sempre agirá no seu melhor interesse<sup>42</sup>. Creio que a partir desse pressuposto é que se pautou a conduta da Industrial e seu diretor com relação às operações do Zircônio.

134. Conforme foi amplamente demonstrado neste voto, cabia ao Nucleos a gestão de fato da carteira do Zircônio, sendo ele o único responsável pelos resultados obtidos com os investimentos realizados nas duas bolsas. Ao agir desta forma, o Nucleos dispensou a Industrial de exercer seus deveres de diligência sobre os negócios do fundo. Não consigo imaginar como a Industrial conseguiria diligenciar a atuação do próprio investidor que a contratara. Os deveres de diligência, por certo, foram inseridos na norma reguladora da matéria como proteção ao investidor que abdica da sua condição de gestor dos seus recursos em favor do administrador contratado, daquele investidor que se afasta por completo dos seus negócios, opta por pagar alguém para nada fazer.
135. Mas não é isso que se vê no caso do Zircônio, ao contrário, o cotista único — Nucleos — não apenas continuou à frente dos negócios, como em momento algum durante a vigência do contrato cobrou da contratada explicações sobre os resultados auferidos. No resumo das atas do CCI há registro de que cabia aos próprios dirigentes do Nucleos, especialmente à Fabianna Carnaval, esclarecer o desempenho das aplicações realizadas. Não há nelas um único sinal de que a Industrial tenha sido instada a prestar contas da sua atuação, levando-me a concluir que a sua contratação foi "pró-forma" e ao Nucleos pouca importância o que de fato ela fazia. Destaco que E.A.N. (*back office* do Banco Industrial), ao ser perguntado sobre a performance do Zircônio, declarou que, ao questionar o diretor Abílio, este respondeu "*que essas decisões de investimento partiam do Nucleos e ele não poderia tomar qualquer atitude contrária*". De todo modo, em sua defesa, a Industrial e seu diretor fizeram prova de que, em dado momento, chegaram a indagar Fabianna Carnaval a respeito do descolamento do fundo em relação ao Ibovespa, e que a Gerente Financeira do Nucleos, em resposta, demonstrou total conhecimento da situação, mantendo-se à frente do comando das operações (E-mail às fls. 8042).
136. Também prejudica a análise da conduta dos acusados por falta do dever de diligência a inexistência, nos autos, de qualquer elemento de comparação seja entre os negócios irregulares apurados e o volume total dos negócios realizados pelo Zircônio, seja entre a magnitude dos "ajustes do dia" negativos e o patrimônio do fundo.
- f) Os gestores da Refer:**
137. A Refer operou na BM&F pelas corretoras Novinvest e Schahin em 21 pregões, dos quais obteve Ajuste do Dia positivo em apenas 1 pregão e acumulou perdas totais de R\$2.685.045,00. Na Bovespa, ela operou por intermédio da Novinvest, Schahin e São Paulo e, em razão da sistemática utilizada pela acusação para apontar as operações irregulares realizadas nesta bolsa, não foi possível mensurar o total das perdas incorridas pela fundação.
138. A acusação imputou responsabilidades por práticas não equitativas e operações fraudulentas, pela participação no conluio, a **Bruno Grain de Oliveira Rodrigues e Adalto Carmona Cortes**, respectivamente, Gerente de Investimentos e Diretor Financeiro da Refer entre julho de 2003 e fevereiro de 2004, como também a **Eduardo Cunha Telles**, Coordenador de Investimentos, entre julho de 2003 e fevereiro de 2004, e Diretor Financeiro da Refer, entre fevereiro e abril de 2004.
139. A exemplo do Zircônio, entendo que restou plenamente comprovado que as perdas incorridas pela Refer não resultaram exclusivamente de sua má gestão, mas decorreram da sua utilização como garantidora dos resultados positivos obtidos pelos Comitentes Beneficiários. Ela foi utilizada juntamente com o Zircônio como o "porto seguro", que possibilitou que os Comitentes obtivessem alto índice de sucesso nas suas operações. A acusação demonstrou inexistirem atos e fatos que comprovariam que as operações da Refer visavam o hedge da carteira, como afirmado por Bruno Grain em seu depoimento, tomando-se, por exemplo, as operações com opções na Bovespa, caso em que as posições, em geral, eram "zeradas" em curto espaço de tempo, sinalizando objetivos especulativos. Ademais, contrariando a recomendação da Auditoria Interna da própria fundação, não foram apresentados quaisquer estudos fundamentados que respaldassem as operações realizadas.
140. O responsável à época pela decisão e execução das operações realizadas em nome da Refer era Bruno Grain, que admitiu em depoimento à Comissão de Inquérito ser o único a transmitir as ordens às corretoras, na área de renda variável. Essa informação foi ainda corroborada por Adalto Carmona, Diretor Financeiro entre junho de 2003 e fevereiro de 2004, que declarou que Bruno Grain "*tinha autonomia para realizar os investimentos dentro dos parâmetros estabelecidos pelo CDI e pela política de investimentos aprovada pelo Conselho Deliberativo*" e que "*não acompanhava pessoalmente suas operações*". Também Eduardo Telles, Coordenador de Investimentos à época da contratação de Bruno, assim declarou: "*as decisões pontuais das operações e do momento exato a serem realizadas cabiam a Bruno*" e este "*era o único a transmitir as ordens às corretoras, na área de renda variável, mantendo-se o procedimento adotado anteriormente (...)*". Depoimentos de Ricardo Rodrigues e F.S.A, da Novinvest, e Luis Alberto Siso, da Schahin, também apontam que Bruno Grain era a pessoa de contato no âmbito da Refer.
141. Destaco que essa concentração em uma única pessoa era motivo de preocupação por parte do Conselho Fiscal (COFIS) da fundação, como se depreende da ata da reunião realizada nos dias 10 e 11.01.04 (fls. 282/283).
142. Em sua defesa, Bruno Grain se utiliza da performance obtida pela Refer com os investimentos, segundo ele aderente às metas estabelecidas, para negar a existência de prejuízos à fundação. Tal argumento, contudo, não se sustenta ao analisarmos os resultados das aplicações de forma individualizada, como fez a acusação. Da mesma forma que Fabianna Carvalhal no Nucleos, estou convencido de que Bruno Grain se valia da sistemática utilizada pela Refer para controlar seus investimentos, sempre de forma agregada, sem a transparência capaz de permitir que outras pessoas da fundação (outros setores) tivessem pleno conhecimento da forma como ele conduzia as operações. Sobre essa sistemática de acompanhamento, inclusive, J.L.M., presidente da Refer, relatou a existência de divergências entre a Auditoria Interna e Bruno Grain, pois a primeira defendia a análise grafista e o segundo defendia a corrente fundamentalista, onde não havia grande detalhamento em relação a operações individuais. Assim, o acompanhamento do desempenho das aplicações financeiras era realizado por meio dos Relatórios de Consolidação das Operações de Investimento – RECOL, que demonstravam os resultados das aplicações apenas de forma setorial consolidada, tendo Eduardo Telles, superior hierárquico de Bruno, declarado ainda que "*havia conferências sobre o cumprimento das diretrizes e metas, mas não existia qualquer acompanhamento diário detalhado da rentabilidade de cada operação individual*".
143. Essa deficiência na prestação das informações referentes aos investimentos realizados pela fundação no segmento de renda variável era, sem sombra de dúvida, um obstáculo ao efetivo controle desses investimentos pela Refer e, conseqüentemente, um facilitador para a execução do esquema. Diversas reuniões do Conselho Deliberativo (CODEL) e do COFIS da Refer refletem essa percepção por parte de alguns administradores da fundação, de forma que a demissão de Bruno Grain foi recomendada por unanimidade pelos membros do CODEL, em reunião realizada nos dias 08 e 09.03.04, motivada pela perda de confiança.
144. Conforme apurado, Bruno Grain foi sócio de Carlos Eduardo Carneiro Lemos na Produto Corretora de Mercadorias Ltda. e, pelo que se extrai do relatório da Comissão Parlamentar Mista de Inquérito - CPMI dos Correios, era amigo pessoal de Murillo de Almeida Rego, ambos acusados neste PAS por terem se beneficiado do esquema. Ademais, como visto acima, Carlos Eduardo e Murillo Rego foram condenados pelo Colegiado desta autarquia no âmbito do PAS CVM nº 13/05 pela participação em esquema com características similares, o primeiro, na qualidade de Gerente de Investimentos da fundação prejudicada (Prece) e responsável pela gestão dos respectivos fundos exclusivos, o segundo, na qualidade de comitente beneficiário. Ocorre que, nesse precedente, também Bruno Grain foi condenado pelo Colegiado pela realização de práticas não equitativas, ao se beneficiar do esquema na qualidade de investidor. Ao que parece, essa alternância entre pessoas relacionadas, ora como investidores beneficiados pelo esquema, ora como responsáveis pelas operações realizadas pelas fundações lesadas, a meu ver, vem a reforçar a tese da acusação sobre a existência de um esquema de operações irregulares envolvendo diferentes entidades fechadas de previdência complementar, conforme exposto, inclusive, no relatório da CPMI dos Correios (fls. 5699/5724). Por tudo isso, concluo que Bruno Grain é responsável pelas acusações que lhe foram imputadas.
145. Igualmente foram acusados pelas mesmas práticas não equitativas e operações fraudulentas Adalto Cortes, Diretor Financeiro da Refer entre julho de 2003 e fevereiro de 2004, e Eduardo Telles, Coordenador de Investimentos, entre julho de 2003 e fevereiro de 2004, e Diretor Financeiro da Refer, entre fevereiro e abril de 2004. A exemplo de Paulo Roberto, Presidente do Nucleos, permito-me discordar da acusação nesse ponto, pois também com relação a esses acusados não encontrei coligadas nos autos provas capazes de me levar a concluir que praticaram os ilícitos a eles imputados. É certo que o fato de Bruno Grain ser hierarquicamente subordinado a Eduardo e, indiretamente, a Adalto Cortes, que o nomeou, não é suficiente para se inferir que eles faziam parte do esquema retratado neste processo.
146. Como disposto acima, o acompanhamento dos negócios comandados por Bruno limitava-se basicamente à verificação do cumprimento das diretrizes e metas atuariais, não sucedendo, de um lado, o detalhamento desses negócios pelo Gerente de Investimentos da fundação e, de outro, indícios de uma efetiva participação de Adalto e Eduardo, seja por ocasião do processo decisório, seja no controle *a posteriori*. Não me parece suficiente para sustentar a acusação de participação no conluio o fato de Adalto possuir vínculo de amizade com Bruno Grain e Murillo Rego. Com relação a Eduardo, além de não ter sido identificado qualquer vínculo deste com os Comitentes Beneficiários ou pessoas relacionadas aos intermediários, o acusado fez prova de que a demissão de Bruno Grain — cuja permanência no cargo até 01.04.04 teria agravado os prejuízos experimentados pela Refer — não era de sua competência, como apontado na acusação<sup>43</sup>.
147. Ressalto que, ao excluir Adalto e Eduardo de responsabilidade, me ateno ao fato de que a eles foi imputado o uso de práticas não equitativas e operações fraudulentas, conduta ilícita que a meu ver não restou comprovada pela acusação a partir das provas coletadas. Reitero que o arcabouço normativo aplicável às entidades fechadas de previdência complementar impõe limites à atuação supervisora da CVM sobre tais entidades, pois sua competência se limita à atuação delas como investidoras no mercado de valores mobiliários, e disso decorre que elas somente podem ser punidas pela CVM por infração às normas de funcionamento do mercado, mais precisamente aquelas elencadas na Instrução CVM nº 8/79, razão pela qual assim decidi a acusação. Como dito anteriormente, eventual irregularidade praticada pelos acusados por atos de gestão da Fundação escapam da competência regulatória da CVM e se submetem à supervisão da Previt. Por todo o exposto, voto pela absolvição de Adalto e Eduardo das imputações que lhe foram formuladas.

### III – Considerações Finais

148. O esquema perpetrado por esse grupo de pessoas, claramente demonstrado e comprovado pela acusação, não é diferente de tantos outros já apurados pela CVM. A minha memória está repleta de lembranças de vários deles. Os resultados obtidos pelos Comitentes Beneficiários não foi obra do acaso, eles não são pessoas bafejadas pela sorte, não,

definitivamente não, o lucro obtido foi resultado de uma ação cuidadosamente articulada por pessoas com larga experiência na execução deste tipo de ilícito, com participação em diversos casos nos quais o mesmo esquema foi utilizado, algumas mudando apenas de papel na trama, ora como investidor, ora como intermediário, ora como operador das Fundações, ora assumindo duplo papel.

149. Eu digo que há uma espécie de "kit" já formatado para a consecução dos objetivos traçados pelos participantes do conluio. Ele é sempre composto por alguém de dentro das Fundações disposto a oferecer a certeza de que o negócio será sempre benéfico para certos investidores, ainda que resultem em prejuízo para os participantes das entidades, o que a acusação chama de "seguro" da operação; por investidores ávidos por ganhos fáceis, certos e sem nenhum risco; por intermediários e/ou pessoas a eles ligadas com participação decisiva no sucesso do esquema, que oferecem os seus serviços e cedem seus ambientes de negociação para favorecer alguns de seus clientes, em detrimento das Fundações, e pelas mesmas ferramentas capazes de alocar as ordens atendendo os interesses dos participantes.
150. Todos os casos que já passaram pela CVM, indistintamente, resultaram na sangria do patrimônio de Fundações, em última instância, na sangria do patrimônio e dos direitos de uma imensidão de participantes dos planos mantidos por essas entidades. A meu ver, o ilícito aqui comprovado, disso não tenho dúvida, tem um alcance que extrapola os limites do mercado de valores mobiliários, pois não lesa investidores decididos a aplicar diretamente seus recursos nas bolsas, mas pessoas que alocaram seus recursos numa entidade de previdência privada com o único objetivo de garantir benefícios sociais, como por exemplo o da complementação de suas aposentadorias.
151. Por fim e antes de proferir as sentenças, vou me permitir citar Machado de Assis, mais precisamente o seu conto Anedota Perdulária, ambientado nesta cidade do Rio de Janeiro, em 1870. Nele, Machado de Assis narra que os personagens Falcão e Chico Borges, farejando a queda das ações, mas sem possuí-las, fecharam com um terceiro um contrato de venda a sessenta dias. E assim ele descreveu o resultado da operação: "*Entretanto, o sol, modelo de funcionários, continuou a servir pontualmente os dias, um a um, até chegar os dois meses do prazo marcado para a entrega das ações. Estas deviam baixar, segundo previsão dos dois, mas as ações, como as loterias e as batalhas, zombam dos cálculos humanos. Naquele caso, além de zombarem, houve crueldade, porque nem baixaram, nem ficaram ao par, subiram até converter o esperado lucro de quarenta contos numa perda de vinte*".
152. Como se vê, já naqueles tempos, idos tempos, Machado de Assis sabia das incertezas que rondam o mercado de ações e dos riscos a ele inerentes. O que ele não imaginava é que, anos depois, investidores como os da trama real contada neste processo conseguiriam ficar imunes à zombaria e a crueldade das ações.

#### IV - Conclusões

153. Por tudo o que foi exposto, voto nos seguintes termos:

- a. pela **absolvição** da **Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.** e de seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Fernando Suzuki**; da **São Paulo Corretora de Valores S.A. – em liquidação extrajudicial** e de seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Jorge Ribeiro dos Santos**; e da **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.**, todos eles quanto às seguintes imputações:
- infração ao disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004), por negligenciarem ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou reespecificadas, permitindo a ocorrência dos ilícitos apurados; e
  - infração ao disposto no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004), ao permitirem que as ordens de negociação da cliente Rogéria Costa Beber fossem dadas por seu companheiro, Murillo de Almeida Rego, sem sua autorização expressa.
    - pela condenação da **São Paulo Corretora de Valores S.A. – em liquidação extrajudicial** e de seu diretor responsável pelas operações de bolsa à época dos fatos, **Jorge Ribeiro dos Santos**, quanto às seguintes imputações:
      - infração ao disposto no art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no art. 9º da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004), ao permitirem que o Banco BRJ S.A., o Zircônio e a Refer operassem no mercado de valores mobiliários sem a devida ficha cadastral, à **penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo; e
      - infração ao disposto no inciso IV do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2003) e no inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 (para operações com opções realizadas na Bovespa em 2004), pela não identificação de pessoa vinculada em ficha cadastral, à **penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo.
        - pela **absolvição de Hélio Castilho Martins**, quanto à imputação de, na qualidade de operador e gerente responsável pela mesa de operações da filial do Rio de Janeiro da corretora São Paulo à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;
        - pela **condenação de Luis Alberto Siso**, quanto à imputação de, na qualidade de gerente da mesa de operações da corretora Schahin à época dos fatos, ter participado na realização de práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.871.268,00** (um milhão, oitocentos e setenta e um mil, duzentos e sessenta e oito reais), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;
    - pela **condenação de Ricardo Siqueira Rodrigues**, quanto às seguintes imputações:
      - na qualidade de operador responsável pela filial da corretora Novinvest no Rio de Janeiro à época dos fatos, ter participado na realização de práticas não equitativas e de operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 614.382,50** (seiscentos e quatorze mil, trezentos e oitenta e dois reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo; e
      - na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 444.852,00** (quatrocentos e quarenta e quatro mil, oitocentos e cinquenta e dois reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;
- pela condenação de **Rodrigo Bezerra de Melo Paraense**, quanto às seguintes imputações:
  - na qualidade de operador da corretora São Paulo à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM nº 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 319.381,50** (trezentos e dezenove mil, trezentos e oitenta e um reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares intermediadas por essa corretora, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo; e
  - na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela corretora São Paulo, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 146.122,00** (cento e quarenta e seis mil, cento e vinte e dois reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- pela condenação do **Banco BRJ S.A.**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela corretora São Paulo, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.016.266,00** (um milhão, dezesseis mil e duzentos e sessenta e seis reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- pela **absolvição de Luiz Augusto de Queiroz**, quanto à imputação de, na qualidade de Diretor responsável do Banco BRJ S.A. à época dos fatos, ter participado na realização de operações fraudulentas pelo Banco, conforme descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;
- pela **condenação do Banco Schahin S.A. (atual BCV – Banco de Crédito e Varejo S.A.)**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Schahin, configurando-se práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 6.350.244,00** (seis milhões, trezentos e cinquenta mil, duzentos e quarenta e quatro reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- pela **absolvição de Carlos Eduardo Schahin**, quanto à imputação de, na qualidade de Diretor responsável do Banco Schahin S.A. à época dos fatos, ter participado na realização de práticas não equitativas pelo Banco, conforme descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;

- e. pela **condenação de Carlos Eduardo Carneiro Lemos**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 624.147,00** (seiscentos e vinte e quatro mil, cento e quarenta e sete reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;
- f. pela **condenação de Christian de Almeida Rego**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Schahin, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 226.101,00** (duzentos e vinte e seis mil e cento e um reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;
- g. pela **condenação de Cristiano Costa Beber**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pelas corretoras Novinvest e São Paulo, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 516.585,00** (quinhentos e dezesseis mil e quinhentos e oitenta e cinco reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes do acusado;
- h. pela **condenação de Eric Davy Bello**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 612.824,00** (seiscentos e doze mil, oitocentos e vinte e quatro reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- i. pela **condenação de João Carlos Seabra da Cruz**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 499.258,00** (quatrocentos e noventa e nove mil, duzentos e cinquenta e oito reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- j. pela **condenação de Renato Lima Silva**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 218.100,00** (duzentos e dezoito mil e cem reais), equivalente a duas vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo;
- k. pela **absolvição de Renato Lima Silva**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se operações fraudulentas, descritas na alínea "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;
- l. pela **condenação de Rogéria Costa Beber**, quanto à imputação de, na qualidade de investidora, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pelas corretoras Novinvest, São Paulo e Schahin, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 2.418.321,00** (dois milhões, quatrocentos e dezoito mil, trezentos e vinte e um reais), equivalente a três vezes o valor dos ganhos obtidos, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso III do §1º deste mesmo artigo, penalidade esta definida considerando os antecedentes da acusada;
- m. pela **condenação de Murillo de Almeida Rego**, quanto à imputação de ter realizado operações irregulares em nome de Rogéria Costa Beber, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00** (quinhentos mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso I do §1º deste mesmo artigo;
- n. pela **absolvição de Horácio Pires Adão**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas, descritas na alínea "d" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;
- o. pela **absolvição de Sandro Rogério Lima Belo**, quanto à imputação de, na qualidade de investidor, ter realizado operações irregulares, no âmbito da Bovespa e da BM&F, intermediadas pela corretora Novinvest, configurando-se práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79;
- p. pela **condenação de Bruno Grain de Oliveira Rodrigues**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.342.522,50** (um milhão, trezentos e quarenta e dois mil, quinhentos e vinte e dois reais e cinquenta centavos), equivalente a 50% do valor das operações irregulares em nome da Fundação Rede Ferroviária Federal – REFER, realizadas na BM&F e intermediadas pelas corretoras Schahin e Novinvest durante o período em que o acusado era Gerente de Investimentos da fundação, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;
- q. pela **absolvição de Adalto Carmona Cortes**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome da REFER, realizadas na BM&F e na Bovespa, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Diretor Financeiro da fundação;
- r. pela **absolvição de Eduardo Cunha Telles**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome da REFER, realizadas na BM&F e na Bovespa, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Coordenador de Investimentos e Diretor Financeiro da fundação;
- s. pela **condenação de Fabianna Carneiro Carnaval Espirito Santo**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 3.703.520,00** (três milhões, setecentos e três mil e quinhentos e vinte reais), equivalente a 50% do valor das operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Núcleo Instituto de Seguridade Social, realizadas na BM&F e intermediadas pelas corretoras Schahin e Novinvest durante o período em que a acusada era Gerente Financeira da fundação, na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, combinado com o inciso II do §1º deste mesmo artigo;
- t. pela **absolvição de Paulo Roberto Almeida Figueiredo**, quanto à imputação de ter realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Núcleo, realizadas na Bovespa e na BM&F, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que o acusado era Presidente da fundação;
- u. pela **absolvição da Industrial do Brasil DTVM Ltda.** e de seu Diretor responsável por prestação de serviços de administração de carteiras, **Abílio Nascimento Neto**, quanto à imputação de infração ao disposto no inciso II do art. 14 da Instrução CVM n.º 306/99, combinado com o inciso IV do art. 57 da Instrução CVM n.º 302/99, ao não empregarem a devida diligência na defesa dos direitos do Núcleo, cotista exclusivo do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, sob sua administração;
- v. pela **absolvição de Abílio Nascimento Neto** e de **Carolynne Moura Munhoz**, quanto à imputação de terem realizado práticas não equitativas e operações fraudulentas, descritas respectivamente nas alíneas "d" e "c" do item II e vedadas pelo item I, todos da Instrução CVM n.º 8/79, com relação às operações irregulares em nome do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC, fundo exclusivo do Núcleo, realizadas na Bovespa e na BM&F, intermediadas pelas corretoras Schahin, Novinvest e São Paulo, durante o período em que eram, respectivamente, Diretor responsável por prestação de serviços de administração de carteiras da Industrial do Brasil DTVM e funcionária do Banco Industrial.

154. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 71/2010, e à Previc, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 72/2010, para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2012.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Diretor-Relator

1 O último parágrafo da Análise/CVM/SMI/GMN/Nº 002/06 apenas contém sugestão sobre a conveniência de se apensar o Processo CVM nº SP2004/413 ao IA CVM nº 30/05, já instaurado, por razões de economia processual.

2 Vide também os seguintes julgados: PAS CVM nº 12/01 (Diretor-Relator Pedro Oliva Marçillo de Sousa, julgado em 12.01.06); PAS CVM nº 16/02 (Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 10.10.06) e PAS CVM nº 21/06 (Diretora-Relatora Ana Novaes, julgado em 07.08.12).

3 TRF/2ª Região, Processo nº 0015072-09.2010.4.02.51.01, Juíza Federal Cláudia Mª P. Bastos Neiva, em 14.09.12.

4 A MM. Juíza cita os seguintes precedentes: STJ, 1ª Seção, Edcl. no MS nº 15036/DF, em 23/02/2011, un., rel. Min. Castro Meira; TRF/2ª Região, 6ª Turma Especializada, AC nº 435530/RJ, em 25/04/2011, un., rel. Des. Fed. Guilherme Calmon Nogueira da Gama, in DJE 16/05/2011, pag. 140/141.

5 "Art. 5º. (...) LV - Aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes;"

6 CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. 898 p.

7 STJ, REsp 1.171.857, Min. MAURO CAMPBELL MARQUES, em 25.05.2010. No caso, reafirmou-se o caráter inquisitorial do inquérito civil e a dispensa do contraditório.

8 Conforme prorrogações de prazo concedidas.

9 "Art. 30. São inadmissíveis no processo administrativo as provas obtidas por meios ilícitos."

10 "Art. 5º. (...) LVI - São inadmissíveis, no processo, as provas obtidas por meios ilícitos."

11 STF, RE 328.138/MG, Rel. Min. Sepúlveda Pertence, DJ 17.10.03: "A garantia constitucional do contraditório – ao lado, quando for o caso, do princípio do juiz natural – é o obstáculo mais frequentemente oponível à admissão e à valoração da prova emprestada de outro processo, no qual, pelo menos, não tenha sido parte aquele contra quem se pretenda fazê-la valer; por isso mesmo, no procedimento a que estranho a parte contra a qual se pretende utilizá-la só tem relevo, se se cuida de prova que – não fora o seu traslado para o processo – nele se devesse produzir no curso da instrução contraditória, com a presença e a intervenção das partes." Vide também TOURINHO FILHO, Fernando da Costa. *Código de Processo Penal Comentado*. Editora Saraiva: São Paulo: 2001. p. 364-365: "Prova emprestada. Com o próprio nome está a indicar, prova emprestada é aquela colhida num processo e transladada para outro. Ora é um testemunho, ora uma confissão, uma perícia, um documento, enfim, uma prova qualquer produzida num processo e transferida para outro. Não há dúvida quanto essa possibilidade. Contudo, vigorando entre nós os princípios do contraditório e da ampla defesa, parece claro que o valor probatório dessa prova emprestada fica condicionado à sua passagem pelo crivo do contraditório, do contrário ela se torna ilícita, posto que obtida com violação de princípios constitucionais."

12 A respeito, confira as seguintes decisões do STF: HC 95.186/SP, Relator Min. Ricardo Lewandowski, DJE 10.06.09; Inq 2424/RJ, Relator Min. Cezar Peluso, DJE 26.03.10; Pet 3683 QO/MG, Relator Min. Cezar Peluso, DJE 20.02.09. Confira também: ST<sup>H</sup>abeas Corpus nº 0014374-70.2010.8.19.0000.

13 Nesse sentido, veja: PAS 39/98, Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 21.11.01; PAS 01/99, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 19.12.01; PAS SP2001/0236, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 19.04.04 (CRSFN, Acórdão nº 9458, de 26.02.10) e PAS 04/00, Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 17.02.05.

14 TRF 3ª Região, Apelação Criminal nº 000724363201140036119, 5ª Turma, Relatora Desembargadora Federal Ramza Tarchuc, e DJF3 11.09.12.

15 Ministério da Previdência Social: [http://www.mps.gov.br/previc.php?id\\_spc=155](http://www.mps.gov.br/previc.php?id_spc=155).

16 A Refer foi inicialmente criada para administrar o fundo de pensão dos funcionários da RFFSA, empresa extinta em 2007 pela Medida Provisória 353, tendo seus empregados ativos sido absorvidos pela VALEC – Engenharia, Construções e Ferrovias S/A.

17 Maiores informações em [www.refer.com.br](http://www.refer.com.br) e [www.nucleos.com.br](http://www.nucleos.com.br).

18 Ao se analisar, em separado, os negócios especificados em nome de Eric Bello e executados às 15:33 e às 15:43hs, tem-se também o direcionamento do melhor preço a este comilente (R\$21.480,00) em detrimento do Zircônio (negócio executado às 16h, ao preço de R\$21.560,00). Neste caso, os negócios foram executados e especificados dentro da mesma janela (4ª janela).

19 O diretor da Novinvest responsável por operações em bolsa à época dos fatos faleceu no ano de 2005, não sendo possível, portanto, imputar-lhe responsabilidade pelas irregularidades ora descritas.

20 "Art. 1º. As bolsas de valores devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras no relacionamento com seus clientes e com o mercado, em que deverão constar, no mínimo, os dispositivos que atendam aos seguintes princípios: (...)".

21 Vide decisões exaradas pelo Colegiado da CVM nas seguintes PAS: 32/98 (julgado em 06.05.04), SP2001/04 (julgado em 12.08.04), RJ2003/823 (julgado em 20.05.05), 13/02 (julgado em 19.07.06), 13/01 (julgado em 17.10.06) e 29/03 (julgado em 16.01.07).

22 "Art. 3º. As bolsas devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas corretoras no relacionamento com seus clientes e com os demais participantes do mercado, atendendo aos seguintes princípios: (...)".

23 Vide PAS CVM nº SP2006/169 (julgado em 28.08.07) e nº 12/06 (julgado em 08.12.10).

24 "Art. 5º. As sociedades corretoras devem manter documento, datado e assinado pelo cliente ou por seu mandatário legal devidamente constituído, antes da realização da primeira operação ordenada, onde constarão, no mínimo, as seguintes declarações: (...) III – que opera por conta própria ou, em caso contrário, indicar, claramente, em nome de quem pretende operar."

25 "Art. 11. Do cadastro a que se refere o caput do art. 9º, ou do documento a ele acostado, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador devidamente constituído, de que: (...) III – opera por conta própria, e se autoriza ou não a transmissão de ordens por representante ou procurador, devidamente identificado."

26 Instrução CVM nº 387/03:

**"Art. 15 – As pessoas vinculadas a determinada corretora somente poderão negociar valores mobiliários por conta própria, direta ou indiretamente, por intermédio da sociedade a que estiverem vinculadas.**

**§1º Serão consideradas pessoas vinculadas:**

**I – administradores, empregados, operadores e prepostos da corretora;**

**II – agentes autônomos; (...)"**

27 Instrução CVM nº 387/03:

**"Art. 8º - As corretoras poderão cumprir ordens para a sua carteira própria ou para a carteira de seus clientes, sendo-lhes facultado, mediante contrato específico, contratar outras corretoras para o seu cumprimento, observado o disposto nos arts. 9º e 12. (...) §2º Em caso de concorrência de ordens, a prioridade para o cumprimento deve ser determinada por critério cronológico, sendo que as ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas à corretora devem sempre ter prioridade em relação àquelas emitidas por pessoas que o sejam."**

28 "Art. 5º As sociedades corretoras devem manter documento, datado e assinado pelo cliente ou por seu mandatário legal devidamente constituído, antes da realização da primeira operação ordenada, onde constarão, no mínimo, as seguintes declarações."

29 "Art. 9º As corretoras deverão efetuar o cadastro de seus clientes, mantendo os mesmos atualizados."

30 Instruções CVM nº 301/99 e nº 505/11.

31 HC 70344-S/ RJ, 2ª Turma, Relator Ministro Paulo Brossard (DJ. 22.10.93).

32 A esse respeito, confira as seguintes decisões do Colegiado desta autarquia: PAS CVM nº 08/01 (julgado em 23.09.04), PAS CVM nº 24/00 (julgado em 18.08.05), PAS CVM nº 10/08 (julgado em 23.11.00), PAS CVM nº 19/09 (julgado em 07.06.11), PAS CVM nº 13/09 (julgado em 13.12.11), PAS CVM nº 13/05 (julgado em 25.06.12) e PAS CVM nº RJ2011/2789 (julgado em 28.08.12).

33 Decisão não transitada em julgado.

34 Registra-se anexo por referência de seu conteúdo, Múltiplo de Almeida Rego.

35 Faltou esse conteúdo, tem-se que Paulo Rodrigues citou de base em Registrações no REOP em 17 páginas, com data de assinatura 10/11 e parte do REO 08/00.

36 Faltou esse conteúdo, tem-se que Paulo Rodrigues citou de base em Registrações no REOP em 17 páginas, com data de assinatura 10/11 e parte do REO 08/00, respectivamente.

37 Faltou esse conteúdo, tem-se que Paulo Rodrigues citou de base em Registrações no REOP em 17 páginas, com data de assinatura 10/11 e parte do REO 08/00, respectivamente.

42 No mesmo sentido, vide voto da Diretora-Relatora no PAS CVM nº 08/04, julgado em 06.12.12: "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."

43 O Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), em 06.12.06, no âmbito do Processo MPAS/nº 44000.01529/2005-39, acolheu recurso de Eduardo Telles contra decisão da então Secretaria de Previdência Complementar (SPC) que o havia multado em R\$10 mil, por ter infringido o disposto no Estatuto Social da Refer, ao ter deixado de tomar, de imediato, as providências necessárias a fim de dar cumprimento à determinação do Conselho Deliberativo da fundação, que estabeleceu o prazo limite de até o final do mês de março de 2004 para a substituição de Bruno Grain.

## **Manifestação de voto do Diretor Otávio Yazbek na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 30/2005 realizada no dia 11 de dezembro de 2012.**

Senhor Presidente, eu gostaria apenas de destacar uma dúvida minha acerca da interpretação dos limites do dever de diligência na hipótese de que trata o item nº 133 do voto do Diretor-relator, embora isso não afete a minha concordância com o referido voto.

Gostaria ainda de deixar registrado o que me parece ser a importância desse voto para a sistematização das posições da CVM e para a consolidação dos ganhos obtidos nos últimos tempos na interpretação desses casos que envolvem derivativos.

É o meu voto, senhor Presidente.

Otávio Yazbek

DIRETOR

## **Manifestação de voto da Diretora Luciana Dias na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 30/2005 realizada no dia 11 de dezembro de 2012.**

Eu acompanho todas as conclusões do voto do Relator, no entanto, tenho algumas dúvidas em relação ao item nº 30 do seu voto. Eu acredito que a estrutura de responsabilidade dos diretores responsáveis é distinta da figura do dolo eventual.

Também gostaria de deixar registrado, no tocante ao item nº 133 do voto do Relator, mencionado pelo Diretor Otávio Yazbek, que, embora eu concorde com a análise do caso específico, acredito que as responsabilidades dos administradores de fundos não estão suspensas quando o proprietário dos recursos investidos exerce a gestão da carteira. É só uma nuance de como essa fiscalização vai ser feita.

No que tange ao item nº 148 do voto, acredito que há operações de seguro em que pessoas de dentro das fundações não estão envolvidas. Então, eu não acho que se tenha, necessariamente, de provar o vínculo com alguém dentro das fundações.

No mais, estou inteiramente de acordo com todas as conclusões do Diretor-relator.

É o meu voto, senhor Presidente.

Luciana Dias

DIRETORA

## **Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 30/2005 realizada no dia 11**



de dezembro de 2012.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Diretor Roberto Tadeu em sua integridade.

Contudo, gostaria de tecer uma breve consideração sobre o voto do Diretor-relator no tocante à condenação dos gerentes Bruno Grain de Oliveira Rodrigues, da Refer, e Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo, da Fundação Nucleos, por operação fraudulenta. É a primeira vez que vejo colaboradores de fundos de pensão condenados, nas chamadas "operações de seguro", por operação fraudulenta. Ficou amplamente demonstrado nos autos o papel central que estes indivíduos tiveram na montagem e na implementação de estratégias para prejudicar os fundos de pensão por meio de re-especificação de ordens.

O tipo de operação fraudulenta disposto na alínea "c", do inciso II, da Instrução CVM nº 8 exige que um terceiro seja mantido em erro, pois operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários é "aquela em que se utiliza de ardil, ou artifício, destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros". A questão que se coloca aqui é: quem está em erro? Até aqui, esta Autarquia entendia que se o operador/gerente do fundo de pensão participava do artifício ("esquema"), não se considerava que o fundo de pensão estivesse em erro.

Segundo o Diretor Tadeu, em um caso como este, quem está em erro não é o colaborador, gerente, ou dirigente do fundo de pensão, mas, sim, o trabalhador contribuinte daquele fundo de pensão. Isto significa que, dependendo do artifício utilizado, o operador/gerente do fundo de pensão pode ser responsabilizado tanto por prática não equitativa quanto por operação fraudulenta. Não será mais necessário presumir que o operador/gerente do fundo também estivesse em erro. Na prática, muitas vezes se verifica que é este operador/gerente justamente o pivô do "esquema", tal como bem demonstrado neste PAS.

E a meu ver, esta interpretação do Diretor Tadeu é a mais adequada à luz da Lei nº 6.385/76. Em seu artigo 4º, a Lei dispõe que entre os fins da CVM estão o de "estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários"; "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados", além de "coibir modalidades de fraude". No caso concreto, quem será o poupador prejudicado? Quem todo mês desconta de seu holerite um percentual para a sua aposentadoria contando que estes recursos serão administrados de forma íntegra para lhe permitir um pecúlio quando de sua aposentadoria? Este trabalhador jamais permitiria ter seu holerite descontado se soubesse que um esquema tal como o demonstrado neste PAS existia. Portanto, é ele, o trabalhador, contribuinte do fundo de pensão, quem está em erro e não o dirigente, ou gerente, do fundo de pensão, frequentemente partícipes do esquema.

Em todas as apresentações da CVM temos a mensagem: "CVM – Protegendo quem investe no Futuro no Brasil". Entendo que esta nova interpretação serve melhor a este bordão.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2012.

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 30/2005 realizada no dia 11 de dezembro de 2012.**

Eu acompanho o voto do Relator em todas as suas conclusões e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, acompanhando os termos do voto do Diretor-relator, decidiu pela aplicação de multas pecuniárias individuais e por absolvições.

Por fim, encerro a 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 citado Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira

PRESIDENTE

ANEXO I					
COMITENTES BENEFICIÁRIOS					
COMITENTES	CORRETORA	GANHO / MERCADO		VÍNCULOS	ACUSAÇÃO
		Bovespa (Opções)	BM&F (Ibovespa)		
Banco BRJ S.A. / Luiz Augusto de Queiroz (Diretor responsável)	São Paulo	532.446,00	-	Relação de amizade entre um dos acionistas majoritários do Banco BRJ e Jorge Ribeiro dos Santos (corretora São Paulo)	Operação Fraudulenta
Banco Schahin S.A. / Carlos Eduardo Schahin (Diretor responsável)	Schahin	852.447,00	2.322.675,00	Pertencente ao mesmo grupo econômico da Corretora Schahin	Prática não equitativa



Cristiano Costa Beber	São Paulo	58.820,00	-	Sócios/Ex-sócios na ARBOR: Rogéria Costa Beber (sua irmã), Murillo de Almeida Rego (seu cunhado), Christian de Almeida Rego e Carlos Eduardo C. Lemos; Ex-operador da corretora São Paulo.	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática não equitativa (BM&F)	B/ su
	Novinvest	65.975,00	47.400,00			B/ su m cc
Eric Davy Bello	Novinvest	124.965,00	206.200,00	Ex-sócio de João Carlos Seabra da Cruz na Goal Family Fitness, na BSRM Consultoria Técnica Ltda., na Brasil Central S.A. DTVM e na Projuris Assessoria, Consultoria e Planejamento Empresarial Ltda.; Amigo de Ricardo Siqueira Rodrigues e Renato Lima Silva (ambos da Novinvest).	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática não equitativa (BM&F)	B/ Ft (te)
COMITENTES	CORRETORA	AJUSTES DO DIA / MERCADO		VÍNCULOS	ACUSAÇÃO	B/ Rt
		Bovespa (Opções)	BM&F (Ibovespa)			B/ N <sup>o</sup> ac
Horácio Pires Adão	Novinvest	-	55.350,00	-	Prática não equitativa	B/ N <sup>o</sup> ac
João Carlos Seabra da Cruz	Novinvest	52.829,00	213.600,00	Ex-sócio de Eric Davy Bello na Goal Family Fitness, na BSRM Consultoria Técnica Ltda., na Brasil Central S.A. DTVM e na Projuris	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática	B/ Rt

				Assessoria, Consultoria e Planejamento Empresarial Ltda.	não equitativa (BM&F)	B/ N/ ac
Renato Lima Silva	Novinvest	-	89.850,00	Operador de Mesa da corretora Novinvest; Trabalhou com Ricardo Siqueira Rodrigues e também com o irmão de Christian de Almeida Rego e Murillo de Almeida Rego na corretora Safic. OBS: Algum tempo depois de a corretora Safic ter encerrado suas atividades, foi chamado por Ricardo Siqueira Rodrigues para a corretora Novinvest.	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática não equitativa (BM&F)	B/ N/ ac re
COMITENTES	CORRETORA	AJUSTES DO DIA / MERCADO		VÍNCULOS	ACUSAÇÃO	
		Bovespa (Opções)	BM&F (Ibovespa)			
Ricardo Siqueira Rodrigues	Novinvest	42.984,00	110.550,00	Gerente de mesa da corretora Novinvest; Sócio de Carlos Eduardo C. Lemos na Six Flags Gestão e Participações; Amigo de Eric Davy Bello; Trabalhou na corretora Safic com Renato Lima Silva, a quem chamou para a corretora Novinvest algum tempo depois de a corretora Safic ter encerrado suas atividades.	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática não equitativa (BM&F)	B/ R/ tr su  O/ ar of cc fo Bc

Rodrigo Bezerra de Melo Paraense	São Paulo	73.061,00	-	Operador da corretora São Paulo OBS: sua ficha cadastral não continha a informação de que era pessoa vinculada à corretora.	Operação Fraudulenta	B/ Rt
COMITENTES	CORRETORA	AJUSTES DO DIA / MERCADO		VÍNCULOS	ACUSAÇÃO	
		Bovespa (Opções)	BM&F (Ibovespa)			
Rogéria Costa Beber / Murillo de Almeida Rego (operou em nome da Rogéria)	Novinvest	-	256.650,00	Rogéria Costa Beber e Murillo de Almeida Rego são companheiros. Embora as ordens fossem normalmente dadas por Murillo em nome da companheira, apurou-se que eventualmente Rogéria também emitia ordens. Murillo é meio-irmão de Christian de Almeida Rego (cunhado de Rogéria) e cunhado de Cristiano Costa Beber (irmão de Rogéria); Carlos Eduardo C .Lemos é sobrinho da ex-esposa do pai de Murillo e primo de seu irmão Christian; Fabianna Carneiro Carnaval (Nucleos) também é prima de seu irmão Christian. A exceção de Fabianna, todos foram sócios da ARBOR. Segundo o relatório da CPMI dos Correios, Murillo seria ainda amigo pessoal de Bruno Grain Rodrigues (Refer). Em depoimento à Comissão de Inquérito, Murillo declarou conhecer W.K. (analista financeiro do Nucleos à época dos fatos), da tesouraria do Banco Econômico, e também Adalto Carmona Cortes (Diretor Financeiro da Refer à época dos fatos), do PCdoB.	Operação Fraudulenta (Bovespa) e Prática não equitativa (BM&F e Bovespa)	B/ Ft (te sl be
	Schahin	279.197,00	212.850,00			B/ Ft (te pr Rt
OBS: Em nenhum dos cadastros analisados constava a informação de que Murillo era pessoa autorizada a emitir ordens em nome de Rogéria.						O/ St
	São Paulo	71.810,00	-			B/ st M C/ re
COMITENTES	CORRETORA	AJUSTES DO DIA / MERCADO		VÍNCULOS	ACUSAÇÃO	
		Bovespa (Opções)	BM&F (Ibovespa)			

