

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO  
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº 24/2010

Acusados: Antônio Peixoto Cherem  
C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Ementa: Exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários. – Prática de *churning*.  
– Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários. Inabilitação e Multas.

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**, afastar as arguições de: (i) nulidade do processo; (ii) nulidade do Termo de Declaração; e (iii) nulidade do processo devido à ausência de oitiva do diretor-geral do FAPEN à época dos fatos.

2. **No mérito:**

2.1. **Aplicar à C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. a penalidade de multa pecuniária de R\$500.000,00** pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 05.12.2005 a 26.12.2007, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/76, c.c. o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99;

2.2. **Aplicar à C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. a penalidade de multa pecuniária de R\$3.091.327,12**, equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre maio de 2002 e dezembro de 2007, em infração ao item, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979;

2.3. **Aplicar a Antônio Peixoto Cherem a penalidade de multa pecuniária de R\$500.000,00** pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período de 05.12.2005 a 26.12.2007, em infração ao art. 23 da lei nº 6.385/76, c.c. o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99; e

2.4. **Aplicar a Antônio Peixoto Cherem a penalidade de inabilitação temporária, pelo período de cinco anos**, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I da Instrução CVM nº 08/1979.

O Colegiado decidiu ainda comunicar a presente decisão à Secretaria de Políticas de Previdência Social do Ministério de Previdência e Assistência Social – MPAS e ao Ministério Público Federal no Estado do Paraná.

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.

Presente o advogado Eli Loria, representante dos acusados, Antônio Peixoto Cherem e C&D DTVM S.A.

Presente o Procurador-federal Marcos Martins Davidovich, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2014.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

**Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2010**

(Reg. Col. n.º8986/2014)

Acusados: C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Antônio Peixoto Cherem

Assunto: Exercício irregular da atividade de administração de carteira. Operação Fraudulenta. *Churning*. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999 e infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979.

Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

**Relatório**

DOS FATOS

DA INSTAURAÇÃO DO PAS

1. Após o recebimento de uma denúncia anônima, em 11/10/2007, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), e sua Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (“GMA-1”), elaboraram o Relatório de Análise GMA-1 Nº 05/09 (fls. 06-16). Tal denúncia tratava da realização de operações na Bovespa em nome de Antônio Peixoto Cherem, por intermédio da C&D DTVM Ltda. (“C&D DTVM”), da qual é diretor geral[1], e da Prefeitura Municipal de Campo Largo. Verificações preliminares junto à Bovespa Supervisão de Mercados – BSM, teriam constatado que não havia registro de operações em nome do citado município, mas, na verdade, em nome do Instituto de Aposentadoria e Pensões de Campo Largo – FAPEN (“FAPEN”).

2. Após a análise preliminar desses fatos a SMI sugeriu a instauração de Inquérito Administrativo para apurar a possibilidade da ocorrência de práticas ilegais no âmbito do mercado de valores mobiliários por parte da C&D DTVM e de seu administrador Antônio Peixoto Cherem.

DA ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DO FAPEN PELA C&D DTVM

3. Com o objetivo de esclarecer a relação existente entre C&D DTVM e FAPEN, foi encaminhado o OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-2/Nº74/2011, em 06/06/2011, ao FAPEN (fls. 912-914), que informou basicamente que (fls. 916-918):

- A) Contratou os serviços da C&D DTVM[2], que seria responsável pelo acompanhamento e gerenciamento de sua carteira de ações e obrigada a comunicar ao FAPEN sobre o seu andamento;
- B) No período de 01/01/2003 a 31/12/2007, o acompanhamento deveria ter sido feito pelo Comitê de Investimento do FAPEN, mas isso não ocorreu, já que a movimentação e o acompanhamento da carteira foram feitos diretamente pela própria C&D DTVM, bem como pelo diretor geral do FAPEN; e
- C) A partir de agosto de 2003, a C&D DTVM não mais prestou qualquer informação ao Conselho Gestor ou ao Comitê de Investimento, dirigindo-se, apenas, ao diretor geral do FAPEN[3];

4. Em 16/12/2011 foi enviado outro ofício ao FAPEN (fls. 933-934) solicitando mais informações. Em resposta (fls. 935-936), o diretor geral do FAPEN à época informou que deixaram de utilizar os serviços da C&D DTVM em 07/12/2010, quando venderam a última ação que ainda restava em poder deles, já que não conseguiam efetuar tal venda desde dezembro de 2007, época em que foi solicitada. Também foi informado que o motivo da não continuidade dos serviços prestados pela C&D DTVM foi o fato desta ter realizado várias compras e vendas de ações em nome do FAPEN sem autorização expressa do Comitê de Investimentos, comprometendo todo o capital do FAPEN.

5. Visando aprofundar as investigações Evaldo Pissaia, diretor geral do FAPEN à época dos fatos

analisados neste PAS foi intimado para prestar esclarecimentos. No entanto, não foi possível obter seu depoimento já que não foi localizado (fl. 1.032)[4].

6. Em seu depoimento (fls. 1.036-1.041) Antônio Peixoto Cherem, sócio-administrador da C&D DTVM, prestou os seguintes esclarecimentos:

- A) A C&D DTVM obteve registro inicial para administrar carteira em 01/07/1994, sendo o mesmo cancelado em 09/11/2005. Posteriormente, solicitou novo registro em 24/07/2008;
- b) Para cumprir o contrato de administração e operação de carteira do FAPEN, fazia a indicação de papéis, com base em um modelo matemático para dar sugestões de investimentos, que eram submetidas ao Comitê de Investimentos do FAPEN, na pessoa do então presidente “e que com base nelas decidia os investimentos a serem feitos para carteira do FAPEN”;
- c) Enviava por FAX “sugestões de investimentos”, elaboradas com base no modelo citado, recebendo em resposta um ofício, em nome do Comitê de Investimentos, autorizando a operação. A partir de determinado momento, os contatos passaram a ser feitos via telefone, com o Sr. Evaldo Pissaia, ocasião em que discutia as melhores alternativas de investimento. Em outros momentos, Evaldo Pissaia ligava diretamente para a mesa de operações sem o seu intermédio, eventualmente alguns membros do Comitê compareciam à C&D DTVM para acompanhar e emitir ordens em nome do FAPEN. Todas as ordens eram formalizadas por meio de “Proposta de Investimento FAPEN”, em que constava o de acordo do seu presidente; e
- D)** A expansão da carteira do FAPEN para ações fora da lista inicial foi determinada pelo Comitê de Investimentos.

7. Visando esclarecer questões relacionadas à atuação da C&D DTVM enquanto administradora da carteira de investimentos do FAPEN, foram enviados os Ofícios CVM/SPS/GPS-2/Nº 50/2012 e CVM/SPS/GPS-2/Nº 52/2012, em 24/05/2012 (fls. 1.044-1.046 e 1.211-1.212). Em resposta a C&D DTVM esclareceu que (fls. 1.047-1.063 e 1.213-1.228):

- A)** Coube exclusivamente ao FAPEN a administração de sua carteira de valores mobiliários, motivo pelo qual a C&D DTVM não tem como apresentar os relatórios de acompanhamento semanal e mensal;
- B)** Nos termos do Contrato para Realização de Operações nos Mercado de Opções/Futuro, celebrado em 05/06/2002 e do Contrato para Realização de Operações nos mercados Administrados por Bolsa de Valores e/ou por Entidade do Mercado de Balcão Organizado, celebrado em 07/01/2004, coube exclusivamente ao FAPEN a administração de sua carteira de valores mobiliários, assim a C&D DTVM não tem como apresentar os relatórios de desempenho da carteira de investimento do FAPEN ou documentos equivalentes que subsidiaram os cálculos das taxas de performance; e
- C)** A única remuneração recebida pela C&D DTVM em virtude das operações realizadas pelo FAPEN junto à Bovespa, decorre da atividade de corretagem prevista nos contratos citados acima;

8. No curso das investigações, em 27/06/2012, foi encaminhado o OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-2/Nº 81/12 (fls. 1.447-1.451) a J.A.N., diretor geral do FAPEN desde 2007, que esclareceu o seguinte (fls. 1.452-1.460):

- A)** O ex-diretor geral do FAPEN, Evaldo Pissaia, autorizava compra e venda de ações colocando o nome do Comitê de investimentos sem a devida autorização assinada por seus membros;
- B)** Em levantamento feito pela auditoria de Wilson Alberto Zappa Hoog, contratada pelo FAPEN, em toda operação de compra ou venda realizada, a C&D DTVM recebia corretagem, entretanto o diretor desconhecia a forma de pagamento já que isso não seria declarado na contabilidade do FAPEN;
- C)** O ex-diretor do FAPEN não informou ao Conselho, nem ao Comitê de Investimentos, o motivo que levou a C&D DTVM a alterar de forma tão extrema a alocação de recursos do FAPEN ao longo do período de 2003 a 2008; e
- D)** Ao assumir o cargo de diretor geral do FAPEN, constatou que o contrato da C&D DTVM com o FAPEN não tinha sido cumprido e quase todo dinheiro aplicado havia sido perdido. Esses fatos foram comunicados a vários órgãos públicos e foi proposta uma ação judicial, onde foi decretado o bloqueio de bens da C&D DTVM e de seu ex-diretor Evaldo Pissaia[5].

9. Após as informações trazidas por J.A.N., diretor geral do FAPEN desde 2007, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-2/Nº108/12 (fls. 1.543-1.544) ao FAPEN que em sua resposta (fls. 1.545-2.120), o enviou, dentre outros documentos, cópias das “propostas de investimentos FAPEN” relacionadas a um período mais extenso (compreendido entre 27/06/2002 e 13/12/2006) do que aquele abrangido pelos documentos encaminhados pela C&D DTVM.

10. Segundo a Acusação, as propostas de investimento acima citadas podem ser divididas em três categorias, de acordo com o período a que se referem. A primeira categoria diz respeito ao período compreendido entre 27/06/2002 e 19/12/2002 (fls. 1.832 a 1.892) e conta com sugestões de investimentos da C&D DTVM para a carteira do FAPEN, indicando o ativo a ser adquirido, além da quantidade e respectivo preço a ser praticado na operação. Nessa primeira categoria, as ordens de negociação somente eram implementadas após a emissão do respectivo ofício do FAPEN concordando com a respectiva proposta de investimentos.

11. A segunda categoria abrange o período de 19/12/2002 a 15/12/2003 (fls. 1.664-1.835) e é caracterizada por propostas de investimento parcialmente motivadas, informando somente o ativo a ser adquirido ou vendido, sem mencionar o preço e a quantidade a ser negociada. Sobre este ponto o Relatório de Acusação destaca que houve uma *“mudança na forma de relacionamento entre a C&D DTVM e o FAPEN quanto à aprovação das operações a serem realizadas em nome deste último. Enquanto, inicialmente, cada operação era **previamente** aprovada pelo FAPEN, por meio do envio de ofício em resposta à proposta de investimento, a C&D DTVM passou, em um segundo momento, a **realizar as operações em nome do FAPEN sem a prévia e expressa aquiescência deste último**. Nesse sentido, vale conferir as notas de corretagens de fls. 2.333 e 2.334, que demonstram que **os ofícios do FAPEN eram emitidos tempos depois da efetiva realização das operações**”*. (grifos no original).

12. A terceira categoria corresponde ao maior período analisado neste PAS, estendendo-se de 06/02/2004 a 16/02/2007 (fls. 1.894 a 2.120). Nesse caso as propostas caracterizam-se pela ausência de qualquer motivação para o investimento ou desinvestimento, não havendo também qualquer definição de quantidade e preço dos ativos a serem negociados. Consta da proposta somente o ativo a ser adquirido ou vendido e a data para a operação. Nesse terceiro período, o FAPEN não respondia às propostas por meio de ofício, limitava-se a dar um simples “De acordo” no próprio texto da proposta, sem constar a data em que a confirmação foi emitida. Conforme ocorria no período anterior as propostas não faziam qualquer menção à quantidade de ativos.

13. Questionado por meio do Ofício CVM/SPS/GPS-2/Nº120/2013 (fls. 3.116-3.120), A.R. membro do comitê de investimentos do FAPEN mencionado em todos os ofícios expedidos pelo FAPEN entre 27/06/2002 e 19/12/2002<sup>[6]</sup>, apresentou algumas informações, dentre as quais deve ser destacado que: *“não tem conhecimento do motivo que levou a C&D DTVM a alterar de forma tão extrema a alocação dos recursos do FAPEN ao longo dos anos de 2002 a 2008, nem se houve qualquer determinação ou autorização por parte do FAPEN para que tal medida fosse tomada e, **ao que saiba, o Comitê de Investimentos e o Conselho Gestor do Instituto não sabiam e não permitiram a execução de tais operações**”* (ênfase adicionada).

#### DA CARACTERIZAÇÃO DA ATIVIDADE DE ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA

14. De acordo com a Acusação teria sido configurada, no período de 19/12/2002 a 26/12/2007 a efetiva gestão profissional de recursos de terceiro por parte de C&D DTVM e Antônio Cherem com autorização para que estes comprassem e vendessem valores mobiliários por conta do FAPEN.

15. O caráter profissional dos serviços prestados ao FAPEN pela C&D DTVM, estaria caracterizado por se tratar de sociedade empresarial que desempenha atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários. Seria nítido o caráter oneroso do contrato. Além da corretagem gerada pelos negócios intermediados, a C&D DTVM ainda faria jus a uma taxa de performance (conforme a Cláusula Quarta do Contrato de Administração e Operação de Carteira de Investimentos em Rendas Variável e Fixa firmado entre a C&D DTVM e o FAPEN – fls. 919-922). Ademais, recursos do FAPEN no montante de R\$ 3.000.000,00 foram entregues à C&D DTVM para serem administrados.

16. A Acusação ressalta que apesar de o Contrato de Administração prever, em sua Cláusula Terceira, um regime de administração compartilhada, em que todas as decisões de investimento deveriam ser aprovadas pelo comitê de investimentos do FAPEN, na prática, essa intenção contratual foi desvirtuada.

17. Durante o período de 30/05/2002 a 19/12/2002, o comitê de investimentos do FAPEN, com base nas propostas recebidas da C&D DTVM, tomava as decisões de investimento, definindo quantidade, preço e o momento das operações. Entretanto, de 19/12/2002 a 15/12/2003 houve uma significativa alteração na forma de relacionamento entre as partes:

a) A C&D DTVM passou a realizar as operações em nome do FAPEN, antes da aprovação do Comitê de Investimentos, como exigia o Contrato de Administração. Os ofícios de aprovação eram expedidos pelo FAPEN dias depois de as operações já terem sido consumadas pela C&D DTVM. Além disso, as propostas de investimentos elaboradas pela C&D DTVM e os ofícios de aprovação do FAPEN deixaram

de fazer qualquer referência à quantidade e ao preço dos ativos a serem comprados ou vendidos; e

b) A partir de 06/02/2004 a discricionariedade tornou-se ainda mais flagrante. As propostas de investimentos não mencionavam preço, quantidade, nem indicavam o pregão de realização das operações. Desse modo, a C&D DTVM dispunha de autonomia para definir os elementos essenciais de todas as operações realizadas em nome do FAPEN. Ademais, não eram sequer expedidos ofícios por parte do FAPEN aceitando a proposta, onde contava apenas um “de acordo”, sem qualquer menção a datas.

18. Assim, a Acusação entendeu que não se trata de uma simples relação de intermediação de operações, mas sim de uma efetiva atividade de administração de carteira de valores mobiliários. De acordo com o Sistema de Cadastro de Participantes da CVM a C&D DTVM teve registro para atuar como prestadora de serviços de administração de carteira no período de 01/07/1994 a 05/12/2005, data em que seu registro foi cancelado. Em 24/07/2008, a C&D DTVM obteve novo registro para o exercício dessa mesma atividade, que está ativo até hoje (fls. 929 a 931). Por outro lado, Antônio Peixoto Cherem nunca foi registrado como administrador de carteira de valores mobiliários.

19. Com base nestas informações a Acusação concluiu que Antonio Peixoto Cherem e C&D DTVM exerceram irregularmente a atividade de administração de carteira. O primeiro nunca teve a autorização exigida pela lei e a segunda, no período entre 05/12/2005 e 24/07/2007, não estava registrada, nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/1976[7] e do art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999[8].

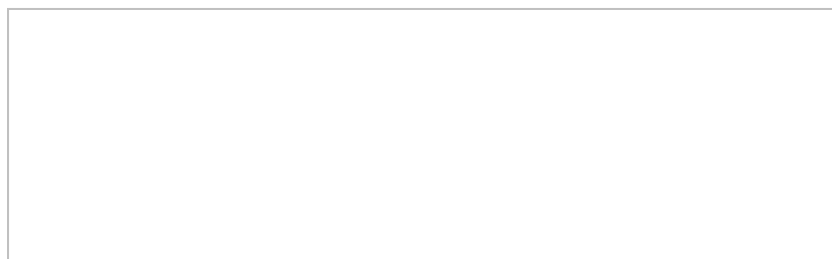
#### DA PRÁTICA DE CHURNING CONTRA O PATRIMÔNIO DO FAPEN

20. Quando da celebração do Contrato de Administração e Operação de Carteira de Investimentos em Renda Variável e Fixa, firmado em 31/05/2002, entre o FAPEN e a C&D DTVM, ficou estabelecido que o FAPEN disponibilizaria a quantia de R\$ 3.000.000,00 que deveria ser aplicada nos mercados de rendas variável e fixa. No período de 31/05/2002 a 26/12/2007, não foram identificados novos aportes de recursos. Portanto, todas as demais operações ocorreram com base no investimento inicialmente realizado.

21. Inicialmente a carteira, composta apenas de ações de primeira linha[9] foi estruturada de acordo com os ativos e percentuais acordados pelo FAPEN e a C&D DTVM. As primeiras operações de compra consumiram, em três pregões, quase a totalidade dos recursos a serem investidos. Entretanto, a partir do final de junho de 2002 teve início uma grande movimentação de compra e venda de ações, que se intensificou a partir de 2003. Não foram realizados novos aportes de recursos pelo FAPEN.

22. No período de 31/05/2002 a 26/12/2007, em 679 pregões foram realizadas 4.463 transações de compra ou venda. Tais operações corresponderam a uma movimentação financeira total de R\$ 300.996.311,85. Esse número de operações gerou uma despesa de intermediação para o FAPEN no valor de R\$ 1.545.663,56, equivalente a 51,52% dos recursos aportados pelo FAPEN. Somada ao custo dos emolumentos, R\$ 104.952,09, a despesa total da FAPEN em razão das operações realizadas foi de R\$ 1.650.615,65 (representando 55% dos recursos inicialmente aportados).

23. Conforme demonstrado na Tabela 5 do Relatório de Acusação (abaixo transcrita), no período analisado neste PAS, o FAPEN realizou um único resgate, em 14/12/2007, no valor de R\$ 52.952,40. Considerando as despesas e os prejuízos acima mencionados, o saldo em conta corrente mantido na Corretora em 31/12/2007 era de R\$ 1.296,15. O saldo financeiro das ações, em 31/12/2007, da posição em custódia, conforme informação da CBLC era de R\$ 13.443,20 (fls. 2.206-2.208).



24. Chamou a atenção da Comissão de Inquérito “a significativa quantidade de operações que não condizem, sequer minimamente, com qualquer estratégia racional de investimento” e a “realização de diversas compras e vendas de ações de baixa liquidez em reduzido espaço de tempo. Em alguns casos, as vendas eram efetuadas no dia seguinte à compra, não obstante o preço de venda ser inferior ao da

compra”.

25. Segundo a Acusação, a C&D DTVM realizava operações sem qualquer fundamento econômico e incoerentes com o que se espera da estratégia de investimento de um fundo de pensão, que em geral realiza operações de longo prazo. As operações analisadas eram extremamente perniciosas para o FAPEN, entretanto beneficiavam a C&D DTVM, em razão da remuneração decorrente das despesas de corretagem.

26. A Acusação também constatou que após a carteira do FAPEN já ter sido quase integralmente consumida, a C&D DTVM passou a realizar operações *day trade* como forma de continuar a girar a carteira.

27. A Acusação concluiu, com base nos fatos acima, que a C&D DTVM e seu sócio-administrador Antônio Peixoto Cherem incorreram na prática de *churning*.

28. A respeito da prática de *churning*, em 24/06/2013 a Assessoria de Análise e Pesquisa (“ASA”) desta Autarquia forneceu um estudo sobre os indicadores de caracterização da prática de *churning* no Brasil. A partir dessas informações, foram examinados os dados específicos das operações objeto deste PAS, de forma a determinar se a prática adotada pela C&D DTVM poderia ser configurada como *churning*. Assim, foi calculada a taxa de giro[10] e a taxa de despesa[11] da carteira do FAPEN administrada pela C&D DTVM e por Antônio Peixoto Cherem. Em um segundo momento, tais taxas foram confrontadas com aquelas praticadas no mercado brasileiro.

29. Para essa comparação, a ASA selecionou um grupo de fundos de investimento em ações caracterizado por uma gestão ativa, isto é, com um padrão de giro de carteira mais elevado. Assim, foram selecionados os fundos compreendidos nas seguintes categorias da classificação ANBIMA: Ações Livre, Ações Dividendos e Ações Ibovespa Ativo. De modo a obter um grupo de comparação representativo dos fundos de varejo, a ASA selecionou os fundos com mais de 20 cotistas.

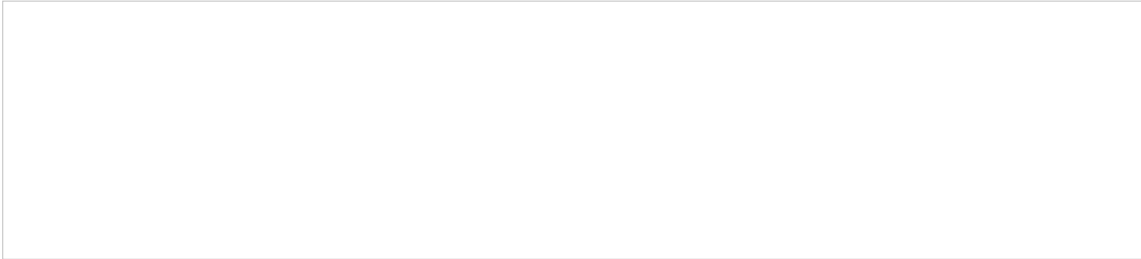
30. Além disso, a ASA selecionou, dentre esse grupo, outro ainda mais restrito e ativo, que poderia ser considerado como os Fundos de Investimento em Ações (FIA) de comportamento mais agressivo (FIAs Agressivos). Desse modo, a ASA considerou a taxa de giro correspondente aos 2,5% mais agressivos de todo o universo considerado (Ações Livre, Ações Dividendos e Ações Ibovespa Ativo). Assim, a ASA buscou utilizar, como grupo de comparação, os fundos com o comportamento mais agressivo de toda a indústria de fundos de investimento em ações.

31. A Acusação ressalta que por ser um fundo de pensão, cujos recursos deveriam, em princípio, ser administrados de maneira conservadora, poderia se esperar que as taxas da carteira do FAPEN fossem comparadas com aquelas de um grupo de fundos mais passivos. Entretanto, e para afastar qualquer dúvida quanto à escolha do grupo de comparação, considerou-se mais elucidativo o confronto com os FIAs Agressivos.

32. Ao Analisar os resultados comparando o estudo produzido pela ASA com as operações objeto deste PAS a Comissão de Inquérito concluiu que:

- A) Em 2002 a taxa de giro da carteira[12] do FAPEN foi significativamente inferior àquela apresentada no indicador parâmetro (FIAs agressivos com mais de 20 cotistas). Neste ano observa-se uma baixa taxa de despesa com custos de negociação de 3,5%. Isso seria explicado pelas seguintes circunstâncias: i) ao iniciar os investimentos para o FAPEN, a C&D DTVM realizou investimentos em ações de primeira linha, nos percentuais e condições definidos quando da celebração do contrato; e ii) a C&D DTVM realizou poucas transações de compra e venda de ações naquele ano mantendo a posição inicialmente acordada com o FAPEN;
- B) De 2003 a 2006 (inclusive), observa-se uma significativa alteração no perfil de negociação com os recursos da carteira do FAPEN, corroborando as evidências da prática de *churning*;
- c) Em 2003, a taxa de giro da carteira do FAPEN foi de 27,9, muito superior ao parâmetro de comparação, a taxa dos FIAs, que foi de 12,9. Em 2004, a taxa de giro da carteira do fundo foi de 21,7 e permaneceu superior à carteira parâmetro dos FIAs, onde a taxa foi de 19,4. O parâmetro de comparação, ressalte-se, é composto por FIAs Agressivos, e esperava-se que, tanto em 2003 quanto em 2004, a taxa de giro desses fundos fosse superior à taxa do FAPEN. No entanto, o que se observa é o oposto; e
- d) A disparidade é ainda mais evidente em 2005 e 2006. Nesses anos as taxas de giro da carteira do FAPEN são consideravelmente superiores aos parâmetros de comparação: 37,1 contra 17,2 em 2005 e 70,9 contra 12,3 em 2006;

33. Também foi verificado, como pode ser observado na tabela abaixo que de 2003 a 2006, o custo com despesas de intermediação foi sempre superior àquele suportado pelos FIAs agressivos no período de 2005 a 2007. Nos anos de 2005 e 2006, os custos com intermediação representaram 21,3% e 38,3%, respectivamente. Para os mesmos anos, o indicador parâmetro dos FIAs foi de 11,9% e 4,5%. Chama a atenção que uma carteira de ações, composta com recursos destinados à remuneração para aposentados e pensionistas, tenha de produzir, pelo menos, retornos de 20% a 40%, dependendo do ano, apenas para cobrir os custos de transação.



Fonte: Tabela 15 do Relatório de Inquérito

### DA OPERAÇÃO FRAUDULENTA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. A Acusação apontou que, em adição ao elevado giro da carteira, chamou atenção o fato de muitas das operações terem sido realizadas com reduzido intervalo entre a compra e a venda, com papéis incompatíveis com o perfil de investimento de fundos de pensão e em desacordo com o que foi acordado no início de sua atuação em mercado. Esse conjunto de fatores resultou em sistemáticos prejuízos para o FAPEN.

35. Para a Acusação, a análise das operações realizadas em nome do FAPEN demonstraria a prática de *churning* por parte da C&D DTVM e Antônio Peixoto Cherem. A realização de negócios em nome do Instituto de maneira excessiva, em atuação contrária ao melhor interesse de seu cliente, constituiria elemento apto a caracterizar a utilização de artimanha capaz de constituir o ardil ou artifício a que se refere a Instrução CVM nº 08/1979.

36. Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme disposto na letra “c” do item II da Instrução CVM nº 08/1979, é “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”.

37. Conforme a Acusação o FAPEN teria sido induzido a erro ao contratar os serviços da C&D DTVM e de Antônio Peixoto Cherem na expectativa de que eles agiriam para atender seus interesses, adotando estratégias de investimento destinadas à valorização de sua carteira. Entretanto, aproveitando-se da confiança neles depositada, dissimularam a real intenção de obter vantagem patrimonial indevida, por meio de uma aparente estratégia de investimento. Na realidade, as operações realizadas por conta do FAPEN não seguiam qualquer racionalidade econômica, sendo feitas com o único propósito de gerar receita de corretagem.

38. Também teria sido comprovada a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial. O excessivo giro da carteira do Instituto não teve outro intuito senão a obtenção de maiores receitas de corretagem, conforme mencionado acima. Somente com as despesas de intermediação e emolumentos, o FAPEN gastou R\$ 1.650.615,65, valor correspondente a 55% do aporte inicial realizado.

### DAS RESPONSABILIDADES

39. Pelos motivos anteriormente expostos a Acusação entendeu que devem ser responsabilizadas as seguintes pessoas:

- i) C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.:
  - a) pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 05/12/2005 e 26/12/2007, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da mesma Instrução;
  - b) pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I,

na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, infração essa considerada falta grave nos termos do Item III da mesma Instrução.

ii) Antônio Peixoto Cherem:

- a) pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 19/12/2002 e 26/12/2007, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da mesma Instrução;
- b) pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/79, infração esta considerada grave nos termos do Item III da mesma Instrução.

40. Por fim, a Acusação sugeriu a comunicação dos fatos apurados à Secretaria de Políticas de Previdência Social do Ministério de Previdência e Assistência Social – MPAS, para ciência e adoção das medidas que entender cabíveis. Tal comunicação foi efetivada através do OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 144/2013 (fl. 3.349).

## DAS DEFESAS

1. C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. e Antônio Peixoto Cherem (“Defendentes”) apresentaram Defesa (fls. 3.315-3.341), em 24/10/2013, com os seguintes argumentos:

- a) Este PAS teve origem em denúncia anônima sobre operações realizadas na BOVESPA envolvendo o Antônio Peixoto Cherem e o FAPEN. Entretanto, consta da Acusação que “*não foi possível obter um conjunto sério, convergente e definitivo de elementos capazes de ensejar a conclusão de que tenha ocorrido a manipulação da especificação de negócios intermediados pela C&D DTVM com o fim de propiciar a Antônio Cherem os melhores negócios, em detrimento do FAPEN* (fl. 3.208). Por esse motivo o processo deveria ter sido arquivado;
- b) Reitera o pedido de nulidade do termo de declarações de Antônio Peixoto Cherem (fls. 1.036-1.040), que foi intimado a prestar esclarecimentos na condição de investidor pessoa física, e não como representante legal da C&D DTVM. Em nenhum momento foi esclarecido pela CVM que a C&D DTVM estava sob investigação nem foi dado acesso prévio aos autos;
- c) Seria prova fundamental para a Acusação a oitiva do Sr. Evaldo Pissaia. A ausência de seu depoimento sujeitaria o PAS à anulação, por negativa de produção de prova e ausência do contraditório;
- d) A Acusação não se referiu, originalmente, à atividade de administração irregular de carteira de valores mobiliários e à prática de *churning* por parte dos Defendentes em relação ao seu cliente FAPEN, configurando o *churning* como operação fraudulenta. Assim, este PAS seria nulo;
- e) A ausência da oitiva do Diretor Geral do FAPEN, responsável por todas as ordens de compra e/ou venda de ativos integrantes da carteira do FAPEN, com o intuito de esclarecer os fatos que basearam a formulação da Acusação, a tornaria sem fundamento e contrária aos princípios da ampla defesa e do contraditório;
- f) As ordens para compra e venda de ativos sempre foram formuladas em estrita observância ao previsto nos Contratos, considerando a possibilidade de ordem verbal por parte do FAPEN à C&D DTVM (sempre formuladas pelo diretor presidente do FAPEN) e também as confirmações escritas recebidas pela C&D DTVM e juntadas aos autos;
- g) Com relação ao Contrato Inicial, não pode ser imputada à C&D DTVM a responsabilidade por falta de formalização dos procedimentos internos do FAPEN para emissão das ordens de compra e/ou venda de ativos (especialmente no tocante à constituição e correto andamento das reuniões do Comitê de Investimentos do FAPEN), considerando que estas foram, sempre, emitidas pelo Diretor Geral do FAPEN;
- h) Com relação ao Contrato de 2002 entre a FAPEN e a C&D DTVM, não existe qualquer previsão que obrigue a C&D DTVM a observar qualquer procedimento adicional, sendo que o Diretor Geral do FAPEN sempre emitiu e confirmou todas as ordens de compra e/ou venda de ativos;
- i) Com relação ao Contrato de 2004 entre a FAPEN e a C&D DTVM, na mesma linha do Contrato de 2002, não existem obrigações específicas da C&D DTVM que a obriguem a seguir procedimentos específicos de compra e venda de ativos, sendo que o Diretor Geral do FAPEN sempre esteve



absolutamente ciente e autorizou a realização de todas as operações;

- j) O representante legal do FAPEN, conforme seus termos de constituição e atas de eleição para o período discutido neste PAS, sempre foi o Sr. Evaldo Pissaia, responsável pela emissão de todas as ordens de negociação, o qual figurava também como Presidente do Comitê de Investimentos;
- k) Nunca houve um único ofício ou comunicado do FAPEN questionando a C&D DTVM acerca dos investimentos efetuados ou sobre a composição de carteira;
- l) Nunca houve qualquer manifestação do FAPEN quanto à forma de cumprimento dos Contratos. Ademais, o FAPEN não ventilou a possibilidade de rescisão unilateral e imotivada do contrato, que vigorava por prazo indeterminado;
- m) Antonio Peixoto Cherem não atuava diretamente na compra e/ou venda de ativos integrantes da carteira do FAPEN, mas apenas intermediava o cumprimento das ordens emitidas pelo FAPEN, na pessoa do Sr. Evaldo Pissaia. A mesa de operações da C&D DTVM é o órgão que efetivamente cumpre as ordens dos seus clientes e, por isso, é certo que não há que se falar em qualquer responsabilidade de Antonio Peixoto Cherem nesse sentido;
- n) Em relação à prática de *churning*, (i) importa destacar que o FAPEN é investidor qualificado e sempre emitiu as respectivas ordens e autorizações para que a C&D atuasse como seu intermediário na compra e venda de ativos de sua carteira; e, (ii) o FAPEN sempre foi informado de todas operações realizadas em sua carteira, mediante sua autorização, sendo possível identificar, desde que analisadas as informações prestadas pela C&D, qual seria a atual situação dos investimentos;
- o) A acusação não se desincumbiu do ônus de demonstrar a irregularidade da conduta dos Defendentes, já que as ordens de compra e venda emanavam do próprio FAPEN, por seu Diretor Geral. Tais ordens contavam com autorização em nome do Comitê de Investimentos do FAPEN, devidamente assinadas pelo diretor geral do FAPEN (conforme informação constante às fls. 3.215 dos autos).
- p) Não há fundamento para afirmar que os Defendentes exerciam a gestão discricionária da carteira de ações do FAPEN; e
- q) Quanto à prática de *churning*, não se configura o giro excessivo e irregular da carteira quando esta é gerida por seu titular, o FAPEN, que recebia tempestivamente toda a documentação referente às suas operações: i) Notas de Corretagem, ii) ANAs e iii) Relatórios de Custódia.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora-Relatora

**Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2010**

(Reg. Col. n.º8986/2014)

Acusados: C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Antônio Peixoto Cherem

Assunto: Exercício irregular da atividade de administração de carteira. Operação Fraudulenta. *Churning*. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999 e infração ao item I, na forma da letra "c" do item II, da Instrução CVM nº 08/1979.

Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

**Voto**

## Das Preliminares

41. Antes de analisar o mérito é necessário esclarecer algumas questões preliminares trazidas pela Defesa. A Defesa alegou que as investigações tiveram origem em denúncia anônima sobre operações realizadas na BOVESPA, envolvendo o Instituto de Aposentadoria e Pensões de Campo Largo - FAPEN ("FAPEN" ou "Instituto") e o Sr. Antônio Peixoto Cherem ("Antonio Cherem"). A Acusação concluiu não ser possível afirmar que houve manipulação das ordens através da especificação dos negócios intermediados pela C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA. ("C&D" ou "DTVM"). Por esse motivo, a Defesa entende que o processo deveria ter sido arquivado.

42. A Portaria/CVM/SGE/Nº 268, de 30/09/2010 (fl. 01), determinou a apuração de possíveis irregularidades no mercado de valores mobiliários, envolvendo o investidor Antônio Peixoto Cherem e tendo como contraparte o FAPEN, no período de 01/10/2003 a 15/09/2008. Para a Defesa, as imputações formuladas neste processo (exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários e prática de operação fraudulenta), por serem distintas do objeto inicial de investigação, seriam irregulares e motivariam a nulidade do PAS.

43. A Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM), no decorrer das investigações, não encontraram elementos que comprovassem as supostas reespecificações de operações com o objetivo de favorecer determinada pessoa ou instituição. Entretanto, foram encontrados elementos que, no entender da Acusação, caracterizariam a administração irregular de carteira de valores mobiliários e também a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários por meio da prática de *churning*.

44. Apesar de o Inquérito não ter sido instaurado para investigar as condutas que, ao final, fundamentaram as acusações formuladas, a SPS e a PFE-CVM, ao investigarem e identificarem os fatos ocorridos, observando o papel da CVM na defesa do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, não poderiam deixar de analisá-los e proceder à acusação, tal como o fizeram no presente caso.

45. Conforme já decidido por este Colegiado, quando do julgamento do PAS CVM Nº 02/2003, relatado pela então Diretora Maria Helena Santana, em 24/01/2007:

"A Portaria tem por objetivo estabelecer linhas gerais para a atuação da Comissão de Inquérito, motivada por indícios de ocorrência de ilícitos em determinado episódio, neste caso, o processo de fechamento de capital da Bompreço. Não se trata, portanto, de despir de poderes a Comissão, restringindo sua atuação única e exclusivamente às suspeitas inicialmente levantadas, fechando-lhe os olhos a outros ilícitos que possam eventualmente ter ocorrido. Há de se convir que, num procedimento investigatório, não é possível prever o que irá surgir e, caso surjam evidências de outros ilícitos, é dever da Comissão apurá-los. Assim, entendendo que a Comissão não extrapolou em sua atuação, não havendo o que se dizer sobre vício de legalidade".

46. Em seguida, a Defesa reitera o pedido de nulidade do Termo de Declarações, lavrado em 14/05/2012 (fls. 1.036-1.040). Nesta ocasião, o Sr. Antonio Peixoto Cherem teria sido intimado na qualidade de investidor pessoa física e não como representante legal da C&D.

47. Sobre este ponto cabe esclarecer que o Colegiado já decidiu a questão em 28/08/2012, corroborando o entendimento da SPS e da PFE-CVM no sentido de que *"a intimação para prestar presencialmente esclarecimentos à CVM se deu no âmbito de procedimento investigativo em andamento, etapa meramente apuratória de fatos, que não se confunde com o processo administrativo sancionador. Em tal fase, em que não há imputação de acusação nem contraditório, o Sr. Antonio Cherem foi intimado tão somente a prestar esclarecimentos sobre fatos pertinentes ao inquérito em curso"*.

48. Conforme consubstanciado no Termo de Declarações, o Sr. Antonio Peixoto Cherem foi devidamente intimado a prestar depoimento, na forma do art. 9º, II, da Lei nº 6.385/1976<sup>[13]</sup>, e, no cumprimento do seu dever legal, compareceu na data e no local indicados, estando, inclusive, acompanhado de advogados.

49. Por esses motivos, entendendo que não há que se falar em nulidade do presente PAS, seja pelo fato de a Portaria de instauração do inquérito ser apenas indicativa do objeto inicial da investigação, conforme indicam os precedentes deste Colegiado, seja por considerar que o depoimento foi prestado observando-se as normas legais.

50. A última questão preliminar levantada pela a Defesa diz respeito à ausência de oitiva do Sr. Evaldo Pissaia, diretor geral do FAPEN à época dos fatos analisados, e que não é parte neste PAS. Segundo a

Defesa, a ausência de seu depoimento sujeitaria o presente PAS à anulação, por negativa de produção de prova e ausência do contraditório.

51. Essa preliminar também deve ser superada. Por três vezes essa autarquia tentou localizar Evaldo Pissaia através do envio de ofícios solicitando informações (fls. 1.032, 1.432 e 3.113). Em nenhuma das vezes obteve sucesso. A ausência de oitiva – por fatos alheios à vontade desta CVM – em nada invalida os outros elementos de prova carreados aos autos, considerados suficientes para a imputação das responsabilidades. A Acusação baseou-se neste outros elementos sobre os quais a Defesa pode contrapor-se.

#### Do Mérito

52. Este Processo Sancionador acusa a C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA. e seu administrador Antonio Peixoto Cherem por:

- (i) exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários entre 05/12/2005 e 26/12/2007, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99; e
- (ii) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979[14].

53. Abordarei inicialmente a acusação do exercício irregular da administração de carteira e, em seguida, analisarei a acusação de operação fraudulenta.

#### DA ACUSAÇÃO DE PRÁTICA IRREGULAR DA ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA

54. De acordo com o art. 2º da Instrução CVM nº 306/1999:

“A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.”

55. Portanto, o que está em questão é se, no caso em tela, está configurada esta atividade. Inicialmente, é importante rever como era o relacionamento entre o FAPEN e a C&D. De acordo com a Acusação, a forma como as partes se relacionavam passou por três fases distintas (fls. 3223-3226):

- (i) Na primeira, entre 30/05/2002 e 19/12/2002, o Comitê de Investimentos do FAPEN tomava as decisões de investimento, estando devidamente comprovadas as ordens para a compra de ações de primeira linha por parte do FAPEN;
- (ii) Na segunda fase, entre 19/12/2002 a 15/12/2003, houve uma alteração no relacionamento entre as partes, pois a C&D passou a executar ordens sem a prévia autorização do FAPEN a qual se dava após a execução das ordens; e
- (iii) Na terceira fase, entre o final de 2003 e 31/12/2007, os ofícios do FAPEN além de serem posteriores, deixaram de fazer qualquer referência à quantidade e ao preço dos ativos a serem comprados e vendidos.

56. É importante pontuar que do aporte inicial de R\$ 3.000.000,00 realizado em 03/06/2002 (fl. 923), e após o saque pelo FAPEN de R\$ 52.952,40, restaram apenas R\$ 14.739,35 ao final de 2007, conforme Item 23 do relatório a este voto.

57. Os seguintes fatos a respeito do relacionamento inicial entre o FAPEN e a C&D ficaram devidamente comprovados nos autos:

- (i) Em 05/04/2002, o Conselho do FAPEN reuniu-se para apreciar, dentre outros assuntos, “investimentos na bolsa de valores”, tendo Antonio Cherem sido convidado como representante da C&D para dar explicações sobre este mercado. De acordo com a Ata desta reunião, a decisão sobre investir em ações foi adiada para 02/05/2002 (fl. 988).
- (ii) Em 02/05/2002, o Conselho do FAPEN definiu que seria “aplicado em ações (Bovespa – C&D), o valor de R\$ 3.000.000,00 (três milhões), em empresas que serão determinadas pelo comitê de investimentos agora formado pelos seguintes membros: Evaldo Pissaia, Aloísio Rivabem, Angela Zanin, Marcos Rigone e José Atílio Norberto”. Consta ainda da Ata desta reunião que o Comitê de Investimentos se reuniria trimestralmente com a “empresa

C&D para uma avaliação e balanço das aplicações” (fls.990-991).

- (iii) Em 03/06/2002, o FAPEN enviou o Ofício nº 028/02 a Antonio Cherem, destacando que “após realização do Comitê de Investimentos deste Instituto” [sic], foram disponibilizados R\$ 3 milhões que deveriam ser utilizados naquela data para adquirir uma carteira composta por Eletrobrás (20%), Gerdau (20%), Petrobras (20%), Sabesp (20%), Embraer (10%) e Itausa (10%) “a mercado” (fl. 923).
- (iv) Em 05/09/2002, o Conselho do FAPEN reuniu-se e entre outros assuntos, Antonio Cherem foi convidado para prestar contas dos investimentos em ações do Instituto. Cherem relatou que a bolsa havia caído “por diversas razões” e disse também que após as eleições o mercado se acalmaria e retornaria ao que era.
- (v) Em 02/08/2003, a C&D compareceu à reunião do Conselho do FAPEN para “uma breve explanação sobre a aplicação deste instituto na bolsa de valores”. Cherem pontuou que a bolsa recuperou 15% no primeiro semestre do ano “por conta da boa performance da equipe econômica” (fl. 994).

58. Ao longo de 2002, durante a primeira fase do relacionamento entre o FAPEN e a C&D, as compras e vendas em nome do FAPEN eram precedidas de Ofícios assinados por Evaldo Pissaia, Diretor Geral, e endereçadas a Antonio Cherem nos seguintes termos (p. ex. Ofício nº 33/02 datado de 27/06/2002, fl. 1891):

“Vimos por meio do presente, após sugestões apresentadas por fax (Proposta de Investimento 02/2002) e conversas dos Srs. Evaldo Pissaia, Aloisio Rivabem e Marcos Rigone, todos membros do Comitê de Investimentos deste Instituto, autorizar que seja vendido até o limite de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), ações da empresa Embraer PN e os recursos sejam aplicados na compra de ações da empresa Embratel PN.

Solicitamos que os papéis sejam adquiridos na data de hoje “a mercado”

59. São vários os ofícios emitidos pelo FAPEN nestes exatos termos acostados aos autos [\[15\]](#). Todos eles eram precedidos de uma “Proposta de Investimento” enviada pela C&D, conforme constam das folhas intercaladas entre àquelas mencionadas na nota de rodapé nº 3 deste voto.

60. O contrato firmado entre o FAPEN e a C&D de 31/05/2002 (fls. 919-922) dispunha na cláusula terceira que a administração dos recursos seria feita de “forma compartilhada entre o Contratante [FAPEN] e a Contratada [C&D]”. A Contratada deveria realizar estudos de renda variável e renda fixa e indicar ao Comitê de Investimentos do Contratante as melhores alternativas de investimento. Haveria reuniões trimestrais e a C&D se comprometia a enviar relatórios de acompanhamento mensal e semanal. Havia ainda uma previsão de pagamento de taxa de performance de 20% do rendimento do que excedesse o CDI pelo FAPEN à C&D. A cláusula sétima previa que as despesas de corretagem, taxas e emolumentos relativas às operações de compra e venda seriam debitadas automaticamente da carteira administrada.

61. Com base na descrição acima do relacionamento entre a C&D e o FAPEN, há elementos que demonstram que a administração da carteira era feita de modo compartilhado entre as duas instituições. Ao final da primeira fase, em 30 de dezembro de 2002, o valor da carteira do FAPEN era de R\$ 2.872.932,00 e era composta por papéis de primeira linha (Braskem, CESP Copel, Eletrobrás, Embraer, Sabesp e Tractebel).

62. A mudança no *modus operandi* entre o FAPEN e a C&D começou a ocorrer logo no início de 2003. E isso fica claro, por exemplo, através da correspondência de Evaldo Pissaia para Antonio Cherem, datada de 21/03/2003. Por meio dela, foi dada autorização escrita do FAPEN para as Propostas de Investimentos 01, 02, 03, 04 e 05 enviadas pela C&D datadas de 02/01/2003, 07/01/2003, 13/01/2003, 15/01/2003, e 21/01/2003, respectivamente. Contudo, a autorização se deu somente após a execução das ordens (fls. 1822-1827). Em outras palavras, a C&D não esperou a pré-autorização do FAPEN! Ela realizou todas as operações descritas nas mencionadas Propostas de Investimentos e o FAPEN apenas ratificou, posteriormente, as operações já executadas.

63. As folhas de 1663 a 1821 contêm diversas autorizações assinadas ao longo de 2003 por Evaldo Pissaia. Estas autorizações foram dadas após a execução das compras e vendas pela C&D. Diferentemente do período anterior, as ordens desta segunda fase não continham qualquer menção à quantidade ou ao preço dos ativos. As notas de corretagem correspondentes a este período (fls 2219 a 2600) deixam evidente que as autorizações escritas eram dadas apenas posteriormente à execução das compras e vendas. O novo padrão de relacionamento entre o FAPEN, representado por Evaldo Pissaia, e a

C&D, representada por Antonio Cherem, pode ser exemplificado pelo documento datado de 26/05/2013 (fl. 1790):

“Vimos por meio do presente, após sugestões apresentadas (Propostas de Investimentos nº 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32 e 33/2003), contatos telefônicos realizados durante o mês de março e conversas dos Srs. Evaldo Pissaia e Aloisio Rivabem, membros do Comitê de Investimentos deste Instituto, autorizamos as trocas das posições sugeridas nas propostas.

Solicitamos ainda que os papéis sejam adquiridos na data de hoje “a mercado.”

É importante reforçar que as “Propostas de Investimentos” mencionadas no texto acima e datadas de março se referem a operações que já tinham sido executadas.

64. Conforme mencionado acima no item 17 (v), Antonio Cherem esteve no dia 02/08/2003 com o Conselho do FAPEN. Naquela ocasião, mencionou que o Índice Bovespa (“Ibovespa”) havia subido 15% no primeiro semestre de 2003. O que ele não mencionou, não constando da ata, foi que a carteira do FAPEN havia se desvalorizado em 3,1% no mesmo período, de R\$ 2.872.932,00 para R\$ 2.785.190,00, ou seja, uma perda relativa à performance do Ibovespa de 18%! (informação extraída do arquivo eletrônico com as posições do FAPEN na CBLC ao final de cada mês entre 2002 e 2007 acostado à fl. 2208).

65. Entre janeiro de 2004 e o final de 2007, o panorama foi ainda pior: nesta terceira fase do relacionamento, não constam dos autos nenhum ofício do FAPEN autorizando as compras e vendas – mesmo que posteriores – realizadas para a carteira do Instituto. Entre as folhas 1893 e 2120 dos autos há mais de 200 propostas de investimento relativas ao período compreendido entre 06/02/2004 e 16/02/2007, todas emitidas pela C&D para o FAPEN. Mas, não há nenhuma confirmação escrita por parte desta última, exceto por um rabisco ilegível em que consta um suposto “De acordo”, sem se saber quem foi o autor, alegadamente o Sr. Pissaia, de acordo com os Defendentes (fl. 3329). Pior: em nenhuma dessas “sugestões de investimentos” são dados parâmetros de quantidade ou preço. É no mínimo estranho que uma corretora ou distribuidora aceite ordens de um fundo de pensão sem ter a certeza de quem está autorizando, já que em nenhum desses “De acordo” consta o nome do autor do rabisco. Além do mais, dada a ausência de qualquer parâmetro de quantidade ou preço, tais “propostas de investimento” sequer podem ser regularmente consideradas como ordens.

66. Conforme demonstrado pela Acusação, Antonio Cherem nunca foi devidamente autorizado a exercer a atividade de administração de carteira. Quanto à C&D, ela não estava registrada como administradora profissional de carteira entre 05/12/2005 e 24/07/2007 nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/76[16] e do art. 3º da Instrução CVM nº 306/99[17].

67. Embora não haja nos autos comprovação de que os rabiscos, se verdadeiros, foram dados anteriormente à execução das ordens, não resta controvérsia quanto ao fato de que não havia menção à quantidade ou ao preço nestas “Propostas de Investimentos” e que, portanto, cabia à C&D o poder discricionário de decidir as quantidades a serem compradas e vendidas para o FAPEN. O padrão das “Propostas de Investimento” dirigidas ao Comitê de Investimento do FAPEN pela C&D, subscritas por Antonio Cherem, pode ser ilustrado pela Proposta 18/05 de 23/02/2005 (fl. 2047):

“Alteração na carteira de investimentos:

Conforme contato telefônico com a Fapen no dia 23/02/2005, e de conformidade com os procedimentos adotados até então, foi emitida, ordem telefônica para comprar Net e A Villares; e vender Sid. Tubarão, Inepar e Transmissão Paulista. Ordem para ser realizada até o dia 28/02/2005”

68. Portanto, entre os dias 23 e 28 de fevereiro de 2005, a C&D tinha total liberdade para operar estes papéis. Observo que a Proposta 17/05 datada do dia anterior (fl. 2048), 22/02/2005, propunha comprar ações da Siderúrgica Tubarão e que a ordem deveria ser executada no mesmo dia. Conforme o padrão das “Propostas de Investimento” desta fase, não se especificou a quantidade nem o preço. Assim, a C&D adquiriu, no dia 22/02/2005, a quantia de 300.000 ações de emissão da Siderúrgica Tubarão ao preço médio de R\$ 157,74 por lote de 1000 ações (nota de corretagem a fl. 2779).

69. Após comprar no dia 22/02/2005 as 300.000 ações de emissão da Siderúrgica Tubarão, não há como entender a lógica da C&D em propor, no dia seguinte, 23/02/2005, a venda do mesmo papel. E isto foi feito: no dia 23/02/2005 (um dia após a sua aquisição), são vendidas as mesmas 300.000 ações ao preço médio de R\$ 153,95, ou seja, foi realizada uma perda na posição de 2,4% em um dia! Como se verá adiante, a realização desse tipo de operação, sem qualquer fundamentação lógica, econômica ou financeira, acabou se constituindo como o artifício utilizado pelos acusados para a consecução da prática de *churning*.

70. Resta discutir se os fatos acima caracterizam o exercício irregular da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários. Vejamos a definição do Item 14 acima. São características da administração de carteira profissional além da necessidade de receber autorização da CVM (arts. 4º e 7º da Instrução CVM nº 306/1999):

- i. o recebimento de valores por parte do investidor; e
- ii. a autorização para que o administrador compre e venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

71. No caso concreto, a C&D recebeu a quantia de R\$ 3.000.000,00 para, em princípio, realizar uma “administração compartilhada” conforme o disposto na cláusula 3ª do contrato entre o FAPEN e a C&D (fl. 919). A Defesa argui que o FAPEN é investidor qualificado e que as autorizações para as compras e vendas foram dadas por Evaldo Pissaia, diretor geral do FAPEN. Estes argumentos não me convencem. No momento em que a C&D se dispõe a realizar uma administração de carteira compartilhada, o responsável pela administração (no caso Antonio Cherem) e a própria pessoa jurídica deveriam estar devidamente registrados na CVM. Não é possível conceber que um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários entenda estar capacitado a administrar carteira, mesmo que de forma compartilhada, apenas porque o investidor é qualificado.

72. É tão evidente o fato de que ela se dispunha a fazer a gestão, que havia uma cláusula de performance no primeiro contrato assinado com o FAPEN em maio de 2002. Um investidor só paga performance para um terceiro, caso este terceiro esteja, de fato, gerindo a carteira. Se a responsabilidade não fosse, de fato, da C&D, por que esta faria jus à taxa de performance?

73. Ao longo dos autos, fica cristalino que todas as propostas de compra e venda partiam unicamente da C&D e eram, no início do relacionamento (2002) pré-autorizadas pelo Instituto, daí a gestão compartilhada na primeira fase do relacionamento. Contudo, a partir de 2003, ficou devidamente comprovado nos autos que as confirmações eram dadas apenas *a posteriori*, caracterizando assim que a escolha dos papéis era feita pela C&D que, de fato, administrava a carteira de valores mobiliários do FAPEN. Já na terceira fase do relacionamento, não havia mais ofício do FAPEN autorizando as operações, mas apenas um rabisco ilegível nas “propostas de investimento” preparadas pela C&D das quais não constavam quaisquer referências à quantidade ou preço dos ativos a serem comprados ou adquiridos, deixando à C&D e a Antonio Cherem a absoluta discricionariedade para a realização das operações.

74. Os fatos acima narrados, no meu entendimento, deixam muito claro que a administração da carteira de ações do FAPEN era, de fato, exercida pela C&D e por Antonio Cherem, especialmente nas segunda e terceira fases do relacionamento.

75. Por todo o exposto acima, concluo pela responsabilização da C&D e de seu Diretor Geral, Antônio Cherem, pela prática de administração irregular de carteira de valores mobiliários em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99.

#### DA PRÁTICA DO CHURNING E DA ACUSAÇÃO DE PRÁTICA DE OPERAÇÃO FRAUDULENTA

76. A Acusação sustenta que houve giro intenso (*churning*) da carteira do FAPEN, tendo concluído que “a prática de efetuar negócios em nome do Instituto de maneira claramente excessiva, em atuação flagrantemente contrária ao melhor interesse de seu cliente, constitui elemento apto a caracterizar a utilização de artimanha capaz de constituir o ardil ou artifício a que se refere a Instrução CVM nº 08/1979”.

77. Dos documentos constantes dos autos, concluo que ficou claramente demonstrado o giro excessivo da carteira do FAPEN:

- i. Entre maio de 2002 e dezembro de 2007, foram efetuadas 4.463 operações de compra e venda de ativos no valor financeiro de R\$ 150 milhões, isto é, 50 vezes o aporte de recursos inicial e único feito pelo FAPEN, de R\$ 3 milhões (fl. 3229);
- ii. O custo de intermediação (corretagem) – do qual a C&D era diretamente beneficiária – foi de R\$ 1.545.663,56, isto é, 51,5% do valor dos recursos aportados. Noto que nas centenas de notas de corretagem dos autos, a taxa de corretagem paga pelo FAPEN era de 0,5%<sup>[18]</sup>, independentemente do volume negociado, o que certamente chama a atenção dado o volume do giro da carteira do FAPEN. Ao operar tão intensamente, o natural seria – de acordo com prática corriqueira de mercado – que a taxa de corretagem estivesse na faixa dos pontos base (*basis point*) e não na faixa de corretagem de corretora de primeira linha para clientes pessoas físicas com baixo giro de carteira. As práticas de

mercado quanto à taxa de corretagem são conhecidas pelos operadores de mercado e, certamente, pela C&D.

- iii. O Anexo I do Relatório de Acusação (fls. 3254-3269) apresenta dezenas de operações de curto prazo que não fazem o menor sentido para um fundo de pensão. Há compras e vendas feitas em períodos muito curtos (entre 1 - 7 dias), muitas vezes de papéis ilíquidos, sem o menor sentido econômico para um fundo de pensão. Conforme mostra o Anexo I, as compras e vendas geraram frequentemente perdas e só podem ser justificadas como uma forma de gerar corretagem e beneficiar a C&D.
- iv. Apenas para exemplificar o giro sem sentido da carteira, tomei a posição de custódia do FAPEN ao final de 2005 e que é apresentada na Tabela 1 abaixo:

*Tabela 1 - Posição Custódia do FAPEN na CBLC em Dezembro 2005*

*Fonte: fl. 2208, arquivo magnético fornecido pela CBLC*

A partir desta informação, construí a Tabela 2 que mostra o valor financeiro das transações realizadas em nome do FAPEN através da C&D:

*Tabela 2 - Volume Financeiro do FAPEN, Janeiro 2006*

*Fonte: Notas de Corretagem Acostadas às fls. 2915-2930*

78. Os números falam por si mesmos. Como explicar que, em um mês, a carteira de um fundo de pensão - cujo horizonte de investimento é de longo prazo - foi girada 14 vezes (=5.742.198/410.990)? Só há uma explicação: a ação dolosa de gerar corretagem que, à taxa de 0,52%, permitiu à C&D obter uma receita de R\$ 30 mil apenas no mês de janeiro de 2006, isto é 7,3% do valor da carteira no início do mês. Para superar apenas estes custos, a carteira teria que valorizar pelo menos 7,3%!

79. É importante lembrar que, em 2006, a forma de relacionamento entre o FAPEN e o C&D estava em sua terceira fase, isto é, não havia qualquer confirmação das ordens pelo Instituto, apenas um rabisco nas "Propostas de Investimentos". Lembro também que, neste período, nem Antonio Cherem nem a C&D estavam registrados na CVM para o exercício da atividade de administração profissional de carteiras de valores mobiliários.

80. A palavra de origem inglesa *churning* é utilizada para designar a prática do intermediário (corretora ou distribuidora) ou do gestor da carteira do investidor de realizar negociações de compra e venda no mercado de ações para o cliente, sem considerar o interesse deste último, mas com a finalidade de gerar receitas de corretagem e comissões.

81. Conforme descrito no Relatório a este voto, há dois indicadores comumente utilizados para a caracterização da prática de *churning*:

- (i) a **taxa de giro da carteira**, que é o método mais comum para se determinar a negociação excessiva. Este indicador representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado, sendo comum o uso desta taxa anualizada.
- (ii) a **taxa de despesa** complementa a taxa de giro, medindo as despesas de negociação. Este indicador é calculado dividindo-se as despesas de negociação pelo patrimônio líquido médio da carteira. Esta taxa é usualmente calculada de forma anualizada.

82. De acordo com o Relatório de Análise 001/2011 denominado “Determinação dos Parâmetros para a Caracterização da Prática do *Churning* no Brasil” elaborado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) em julho de 2011 (fls. 3141-3164), nos Estados Unidos, a jurisprudência tem aceito a regra apelidada de “2-4-6”. De acordo com esta regra, taxas anuais de giro superiores a 2 seriam sugestivas da prática de *churning*, valores superiores a 4 seriam presumíveis da prática e valores superiores a 6 seriam conclusivos.

83. No estudo preparado pela BSM, para o Brasil, foram analisados os indicadores de giro para cerca de 1200 fundos de ações. A taxa de giro média encontrada em 2010 foi de 2,43 (fl. 3154). Além disso, a BSM indicou que 98% dos fundos de investimento selecionados apresentaram taxa de giro inferior a 12,45. A BSM conclui em relação às taxas de giro que “valores superiores a 8 são considerados conclusivos ou altamente prováveis da prática de *churning*, requerendo, entretanto a análise do indicador de *cost-equity ratio* [19] para corroborar essa conclusão”. Analisando as taxas de despesas dos fundos de ações brasileiros, a BSM conclui que taxas superiores a 21% são indicativas de *churning*.

84. A Acusação, com base em estudo datado de junho de 2013 realizado pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM sobre indicadores de *churning* (fls. 3132-3141), demonstrou que o giro da carteira do FAPEN em 2005 e 2006 era muito superior aos indicadores dos fundos de ações mais agressivos com mais de 20 cotistas no Brasil. Os valores comparados estão no Item 33 do Relatório a este Voto. Nesse sentido, vale lembrar que os indicadores utilizados pela Acusação para a demonstração da prática de *churning* foram bastante conservadores, dado que os parâmetros utilizados foram os de fundos de ações mais agressivos, os quais tendem a apresentar indicadores de giro da carteira e custos de negociação superiores à média do mercado como um todo. Mesmo assim, as taxas de giro da carteira e de despesas do FAPEN foram significativamente superiores àquelas apresentadas pelos fundos agressivos, chegando a atingir, em 2006, 68,3 (fl. 3246).

85. Dos fatos narrados acima, está claro que houve *churning*, pois os elementos para a sua caracterização estão presentes:

- (i) compra e venda intensas de ações;
- (ii) sem atender o interesse do cliente (no caso concreto um fundo de pensão); para
- (iii) gerar corretagem;
- (iv) em benefício da corretora (distribuidora) ou gestor [20].

86. As regras de conduta que devem ser seguidas pelas corretoras e distribuidoras dispostas na Instrução CVM nº 387/2003, vigente à época dos fatos, exigem que estas entidades se pautem pela atuação proba na condução de suas atividades [21] e adotem providências para evitarem situações de conflito com seus clientes. A corretora e seu diretor responsável “devem, no exercício de suas atividades, empregar o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão” (parágrafo único do art. 4º).

87. É óbvio que as corretoras e distribuidoras devem ter o mínimo conhecimento sobre quem são os seus clientes, no caso um fundo de pensão de servidores municipais, e podem facilmente avaliar se o giro excessivo de uma carteira não seria excessivo diante de um custo de corretagem que claramente era prejudicial ao cliente e favorável à própria C&D. Alegar que as ordens tinham a autorização de Evaldo Pissaia, consubstanciadas num rabisco ilegível, ao longo de dezenas de “Propostas de Investimentos” de



compra e venda de ações, feitas pela C&D de mais de 100 papéis diferentes sem nenhuma lógica econômica para o portfólio de um fundo de pensão, evidentemente não elimina os indícios fortes e convergentes de fraude contra o FAPEN. Aliás, não é por outra razão que Acusação acusou a C&D e o seu diretor por infração à Instrução CVM nº 08/1979 e não por infração ao dever de diligência, já que a infração à Instrução CVM nº 08/1979 absorve a infração ao dever de diligência previsto na Instrução CVM nº 387/2003.

88. De acordo com a letra “c” do Item III da Instrução CVM nº 08/1979, operação fraudulenta é *aquela em que se utiliza 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*. No que segue analiso a existência dos elementos deste tipo.

89. Da leitura deste dispositivo, aparecem os seguintes elementos necessários para sua tipificação:

- (i) Ardil ou artifício;
- (ii) Indução ou manutenção de terceiro em erro;
- (iii) Intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.

90. Começo pela comprovação da existência de ardil, meio astucioso a que se recorre para burlar alguém, estratégia, comportamentos maliciosos, de artimanhas, trapaças ou subterfúgios com o fim de enganar, para induzir ou manter terceiro em erro. O meio malicioso, no caso concreto, era, justamente, o giro excessivo da carteira. A Defesa arguiu que o FAPEN não questionou a C&D sobre as operações. Mas como fazê-lo se o Instituto estava em erro?

91. E aqui cabe mencionar o voto do Diretor Roberto Tadeu no PAS CVM Nº 30/2005 (“Caso Refer”), julgado em 11/12/2012, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado desta Autarquia:

“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 08/1979, 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 re-especificação 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”).

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 Nucleos 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”.

(....)

“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”. (ênfase adicionada)

92. Neste mesmo julgamento, tive a oportunidade de me manifestar no seguinte sentido:

Contudo, gostaria de tecer breve consideração sobre o voto do Diretor Tadeu (...). 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 implementação de estratégias para prejudicar os fundos de pensão através da re-especificação de ordens.

O tipo operação fraudulenta disposto na alínea “c” do inciso II da Instrução CVM Nº 8 exige que um terceiro seja mantido em erro (...). 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 6.385/1976. Em seu artigo 4º, a Lei dispõe que entre os fins da CVM estão “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.

93. Portanto, estavam em erro todos os servidores da prefeitura de Campo Largo participantes do FAPEN.

94. Observo que o FAPEN ajuizou uma ação civil pública por dano ao erário público por ato de improbidade administrativa em face de Evaldo Pissaia, C&D e Antonio Cherem com pedido liminar de indisponibilidade dos bens dos acusados, o qual foi atendido pelo juiz do caso (fls. 1.628-1.660).

95. Quanto ao terceiro elemento para a tipificação de fraude, a intenção de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, ela restou largamente comprovada: as despesas com corretagem no período foram de R\$ 1.650.615,65 ou 55% do valor originalmente investido, despesas pagas pelo FAPEN à C&D, beneficiária direta. Como bem apontado pela Acusação, a taxa de despesa da carteira que teria sido de 8,10% em 2002, passou para 42,0% e 73,3% em 2005 e 2006, respectivamente, enquanto o giro da carteira (excluindo o caixa) passou de 7,5 em 2002 para 37,2 e 68,3 em 2005 e 2006 (fl. 3246). Estes valores são elevados para qualquer padrão de referência, em qualquer lugar do mundo e não fazem o menor sentido para um fundo de pensão.

96. Pelas razões acima expostas, voto pela procedência da acusação de prática de operação fraudulenta em infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979.

#### DAS RESPONSABILIZAÇÕES

97. Considerando a gravidade das condutas apuradas e das respectivas infrações, voto, com base nas provas dos autos:

- (i) Pela condenação da C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 05/12/2005 e 26/12/2007 à multa pecuniária de R\$ 500.000,00, por infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da mesma Instrução, na forma do inciso II do art. 11 da Lei 6.385/1976, combinado com o inciso I do § 1º deste mesmo artigo.
- (ii) Pela condenação da C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, infração essa considerada falta grave nos termos do Item III da mesma Instrução à multa de R\$ 3.091.327,12, equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre maio de 2002 e dezembro de 2007, na forma do inciso II do art. 11 da Lei 6.385/1976, combinado com o inciso III do § 1º deste mesmo artigo.
- (iii) Pela condenação de Antônio Peixoto Cherem pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 05/12/2005 e 26/12/2007 à multa pecuniária de R\$ 500.000,00, por infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da mesma Instrução, na forma do inciso II do art. 11 da Lei 6.385/1976, combinado com o inciso I do § 1º deste mesmo artigo.
- (iv) Pela condenação de Antônio Peixoto Cherem pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, infração essa considerada falta grave nos termos do Item III da mesma Instrução à

penalidade de inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, pelo período de 5 (cinco) anos, na forma do inc. IV do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976.

58. Por fim, voto pela comunicação da presente decisão à Secretaria de Políticas de Previdência Social do Ministério de Previdência e Assistência Social - MPAS e ao Ministério Público Federal no Estado do Paraná.

É como Voto.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
Diretora-Relatora

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº 24/2010

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2010 realizada no dia 27 de maio de 2014.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
DIRETOR

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº 24/2010

**Manifestação de voto da Diretora Luciana Dias na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2010 realizada no dia 27 de maio de 2014.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Luciana Dias  
DIRETORA

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº 24/2010

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2010 realizada no dia 27 de maio de 2014.**

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela aplicação de penalidades de inabilitação e multas, nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE

---

[1] Conforme informado pelo próprio, em depoimento, à fl. 1.036.

[2] Contrato de administração e operação de carteira de investimentos em rendas variável e fixa de 31/05/2002 firmado entre Instituto de aposentadoria e pensões - FAPEN e C&D DTVM Ltda. (fls. 919-922).

[3] No Parágrafo Terceiro da Cláusula Terceira do Contrato de Administração e Operação de Carteira de Investimentos, celebrado entre a C&D DTVM e o FAPEN, em 31/05/2002 (fls. 919-922) as partes comprometem-se a realizar reuniões trimestrais com o objetivo de avaliar a carteira de investimentos.

[4] Foi enviado o OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-2/Nº38/2012 (fl. 1.032), porém o AR retornou com o aviso de "ausente". Em 04/06/2012, foi encaminhado o Ofício/CVM/GPS-2/Nº059/2012 (fl. 1.432), solicitando informações. Conforme comprova o AR (fl. 1.432), o mesmo foi recebido no endereço de Evaldo Pissaia, por terceiros. Entretanto esse ofício não foi respondido. Em 13/03/2013, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-2/Nº072/2013 (fl.3113), e o AR retornou com o aviso de "sem portaria" e "não procurado". Isto ocorre quando após 3 tentativas sem êxito na entrega, a ECT aguarda que o destinatário compareça para retirar o documento.

[5] Processo nº 0001130-43.2011.8.16.0026, autuado em 17/02/2011, autor: Instituto de Aposentadoria e Pensões de Campo Largo - FAPEN, réus: Antônio Peixoto Cherem, C&D DTVM S/A e Evaldo Pissaia. Consoante informação colhida no sítio na rede mundial de computadores [www.tjpr.jus.br](http://www.tjpr.jus.br), em 26/05/2014, ainda não houve decisão de mérito em 1ª instância.

[6] De acordo com as informações pelo FAPEN (fls.916-918) e por Antônio Cherem (fls. 1.038-1.040) foi A.R quem fez a aproximação entre a C&D DTVM e o Instituto.

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

[8] Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

[9] Petrobrás, Eletrobrás, Embraer, Gerdau, Itaú e Sabesp.

[10] A taxa de giro da carteira é o método mais comum para se determinar a negociação excessiva. Este indicador representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado, sendo comum o uso desta taxa anualizada.

[11] Este indicado complementa a taxa de giro, medindo as despesas de negociação. Este indicador é calculado dividindo-se as despesas de negociação em relação ao patrimônio líquido médio da carteira. Esta taxa é usualmente calculada de forma anualizada.

[12] A taxa de giro indica o número de vezes em que a carteira do cliente foi renovada em determinado período de tempo, comparando-se o volume total de compras realizadas com o patrimônio médio da carteira do cliente.

[13] Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

(...)

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11

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

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

(...)

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.

[15] Há ofícios nestes termos cobrindo todo o 2º semestre de 2002 acostados às fls. 1830, 1832, 1834, 1836, 1839, 1841, 1844, 1848, 1848, 1850, 1852, 1854, 1856, 1858, 1860, 1862, 1864, 1866, 1868, 1870, 1872, 1874, 1876, 1878, 1880, 1881, 1883, 1885, 1887, 1889, e 1891.

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

[17] Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

[18] A taxa de corretagem variou entre 0,5% e 0,533%.

[19] Isto é, a taxa de despesa.

[20] O *churning* pode também favorecer o gestor caso fique caracterizado o recebimento por este último de parte das corretagens e comissões.

[21] 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:

I - probidade na condução das atividades;

(...)

VI - obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado;

VII - adoção de providências no sentido de evitar a realização de operações em situação de conflito de interesses e assegurar tratamento equitativo a seus clientes;

(...)