



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº 02/2014

Processo Eletrônico nº 19957.010256/2019-72

Reg. Col. 0718/17

Acusados:

Afonso Cesar Boabaid Burlamaqui
Álvaro Luiz Alves de Lima De Álvares Otero
Armando Cesar de Araujo Pereira Burlamaqui
Carlos André Gava Rotta
Guilherme de Alvares Otero Fernandes
Luis Felipe Índio da Costa
Luis Octavio Azeredo Lopes Índio da Costa
Paulo Eduardo de Mingo

Assunto: Infração ao item I c/c item II, alínea "b" da Instrução CVM nº 8/1979 (manipulação de preços) envolvendo operações com ações preferenciais de emissão do Banco Cruzeiro do Sul S.A.

Diretor Relator: Carlos Alberto Rebello Sobrinho

VOTO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de PAS¹ conduzido pela SPS em conjunto com a PFE, para apurar responsabilidades de comitentes que realizaram negócios irregulares no mercado de bolsa com ações preferenciais CZRS4 de emissão do BCS entre setembro de 2010 e abril de

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

2012, que consubstanciariam a manipulação de preços, conduta vedada pelo inciso I c/c inciso II, alínea “b” da ICVM 8/1979.

2. Após análise conduzida pela GMA-1, foi instaurado Inquérito Administrativo, sob o nº 02/2014 em 25.2.2014, concluindo que 9 (nove) pessoas² cometeram manipulação de preços em dois períodos.

3. O primeiro grupo de acusados consiste em André Rotta, Paulo de Mingo e Afonso Burlamaqui por negócios realizados com CZRS4 no mercado à vista entre 29.9.2010 e 14.10.2010.

4. O segundo grupo de acusados é formado por Afonso Burlamaqui, Armando Burlamaqui, Álvaro Otero e Guilherme Otero, por contratos a termo de CZRS4 e sucessivas rolagens entre 27.10.2010 e 4.6.2012.

5. Ainda, são acusados Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa, controladores do BCS, que teriam orquestrado o esquema de manipulação para (i) aumentar a liquidez de CZRS4; (ii) maximizar a remuneração recebida em Contrato de Swap celebrado com o Pactual; (iii) estabilizar os preços de CZRS4 ao longo de 2011 e 2012, período em que o papel foi dotado de baixa liquidez; e, ainda, (iv) teriam concedido empréstimos às pessoas do segundo grupo acima referido, para que fizessem as operações e que não teriam sido honradas, causando perdas vultosas ao BCS, reduzindo os valores a serem pagos aos credores quando da liquidação do banco.

II. PRELIMINARES

6. Foram suscitadas três preliminares pelos acusados em suas razões de defesa:

- a) Preliminar de prescrição, suscitada por André Rotta;
- b) Preliminar de inidoneidade dos elementos trazidos da denúncia do Ministério Público Federal como elementos de prova para este PAS, por terem sido produzidos sem contraditório, durante fase de inquérito policial, de caráter inquisitorial - suscitada por Afonso Burlamaqui e Armando Burlamaqui;
- c) Preliminar de suspeição da CVM em razão de ter sido assistente de acusação no processo criminal, suscitada por Luís Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa.

² Um dos acusados era Amadeu Simões Lopes de Azambuja, porém, após sua intimação, a CVM foi informada de seu falecimento (fls. 1.944-1.945), restando apenas 8 (oito) acusados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

7. André Rotta sustenta que a última data de suas operações teria sido 14.10.2010 e a intimação só foi expedida em 7.11.2016 (fl. 1.900), tendo sido recebida em 21.11.2016 (fl. 1.928), portanto, após o término do prazo quinquenal previsto no art. 1º da Lei nº 9.879/1999, pelo qual a ação punitiva da CVM estaria prescrita em 14.10.2015.

8. A prescrição da ação punitiva é interrompida por “qualquer ato inequívoco que importe a apuração do fato” (art. 2º, II da Lei 9.873/1999) e, conforme precedentes deste Colegiado, qualquer ato praticado com a finalidade de apurar ou esclarecer fato supostamente irregular é causa interruptiva de prescrição, não sendo restrito tal ato àquele que instaura o processo administrativo sancionador³. O conceito refere-se, assim ao “ato administrativo documentado, cuja existência seja indubitosa, e que tenha o objetivo claro de dar impulso ao processo administrativo de investigação”⁴.

9. Firmou-se o entendimento nesta CVM de que a prescrição quinquenal pode ser interrompida diversas vezes, desde que realizados diferentes atos inequívocos de apuração⁵, não cabendo “ao agente administrativo (no caso a CVM) adotar interpretações das normas que regulam a interrupção da prescrição de modo a restringir as suas hipóteses de incidência”⁶.

10. Para que seja interrompida a prescrição quinquenal, não se exige a ciência da prática deste ato pelo acusado nem a instauração prévia de inquérito administrativo⁷.

11. No presente caso, houve diligências já no ano de 2012, com a elaboração do Relatório de Análise GMA-1 nº 20/2012, de 1.10.2012 (fls. 2-21). Posteriormente, o inquérito administrativo foi instaurado em 25.2.2014 (fl. 1). Não é relevante o fato de que André Rotta só tenha sido intimado a apresentar suas razões de defesa em 21.11.2016.

³ Exemplificativamente, PAS 22/1994, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.4.2004; PAS RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. 31.10.2006; PAS RJ2015/5002, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 15.3.2016; PAS 01/2011, Rel. Dir. Henrique Moreira, j. 27.2. 2018; PAS 18/2013, Rel. Dir. Henrique Moreira, j. 8.5.2018 e PAS RJ2014/2426, Rel. Dir. Henrique Moreira, j. 12.7.2018; PAS 16/2010, Rel. Dir. Henrique Moreira, j. 26.2.2019.

⁴ PAS RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. 31.10.2006.

⁵ PAS RJ2001/0554, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 23.10.2002; PAS 10/2000, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 8.7.2004; PAS 02/2004, Rel. Dir. Norma Parente, j. 7.12.2005; PAS 14/2003, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 15 mai. 2007; PAS RJ2008/2570, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. 12.5.2009; PAS 03/2006, Rel. Dir. Eli Loria, j. 1.12.2010; PAS 04/2009, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 11.6.2013; PAS 14/2009, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 11.8.2015; PAS RJ2011/11073 e RJ 2010/2695, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 15.12.2015; PAS RJ2014/5807, Rel. Dir. Roberto Tadeu, j. 15.3.2016; PAS 12/2013, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. 24.5.2016.

⁶ PAS RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 31 out. 2006.

⁷ PAS RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 31 out. 2006; PAS 06/2012, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. 20 ago. 2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

12. Desse modo, rejeito a preliminar de prescrição.
13. No tocante aos elementos de prova trazidos do processo criminal, com destaque para o fato de que foram produzidos durante a fase de inquérito policial – e, portanto, sem contraditório – este Colegiado já se manifestou no sentido da admissibilidade de provas trazidas de outras instâncias de investigação, indicando que⁸

Uma vez concluído o relatório de acusação, todos os acusados tiveram acesso aos autos [...], solicitaram cópias e, enfatizando o respeito ao devido processo legal, exerceram seu direito de defesa [...]. 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 principiologia constitucional que norteia nosso ordenamento jurídico.

14. Portanto, rejeito a preliminar de inidoneidade dos elementos de prova trazidos com a denúncia oferecida pelo MPF, produzidos na fase de inquérito policial.
15. Com respeito à suspeição da CVM por ter atuado previamente como assistente de acusação no processo criminal, também tal preliminar deve ser rejeitada.
16. O impedimento tem caráter objetivo, enquanto que a suspeição tem relação com o subjetivismo do juiz. A imparcialidade do juiz é um dos pressupostos processuais subjetivos do processo.
17. No impedimento há presunção absoluta de parcialidade do juiz em determinado processo por ele analisado, enquanto na suspeição há apenas presunção relativa.
18. As figuras processuais do impedimento e da suspeição visam garantir a imparcialidade do *juiz*, tomado enquanto *pessoa natural* e não da instituição a que pertence. Não fosse essa a única interpretação válida, jamais um juiz do Poder Judiciário poderia ser substituído após ter sido verificada hipótese de impedimento ou suspeição em decorrência de julgamento prévio de certa matéria, uma vez que o próprio Poder

⁸ PAS 30/2005, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 11.12.2012. Nesse sentido votou o ex-diretor da CVM Luis Antônio de Sampaio Campos no PAS 18/99, j. 2.8.2001: "No tocante ao cerceamento de defesa e à inobservância ao devido processo legal, principalmente no que tange às provas constantes destes autos, entendo não poderem prosperar. Porque o simples fato de que parte das provas do presente inquérito ter sido colhida em outros procedimentos – administrativos e/ou judiciais – não afastaria sua validade, mesmo porque as partes tiveram a oportunidade de rechaçá-las especificamente e não o fizeram, preferindo genericamente afirmar que seriam inadmissíveis e sem apontar qualquer irregularidade pontual". Ver ainda PAS 08/1998, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 5. 12.2002; PAS 22/2005, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. 6.8.2008.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Judiciário já teria realizado julgamento e, por isto, no raciocínio do acusado que apresentou esta preliminar, não poderia julgá-la novamente.

19. Veja-se, a corroborar essa interpretação, o art. 112 do Código de Processo Penal, que dispõe sobre impedimento e suspeição de “juiz, o órgão do Ministério Público, os serventuários ou funcionários de justiça e os peritos ou intérpretes”.

20. Tal entendimento culminaria em um resultado anormal e incompatível com o mandato legal da CVM.

21. Antes de adentrar o mérito do caso, convém registrar que, ao contrário do que foi alegado por alguns acusados, não é necessário – e em muitos casos, sequer é possível – apresentar provas cabais de que investidores atuando em conluio troquem informações entre si de modo a combinar negócios. Nestas hipóteses, a CVM se vale da prova indiciária, tema já consolidado em precedentes desta autarquia.

22. Sobre a matéria, destaque-se o precedente do PAS SP2018/15, de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 13.8.2019:

Nessa linha, entende o Colegiado que apenas será possível haver condenação com base em prova indiciária caso haja indícios veementes, múltiplos, convergentes, concatenados e concludentes. Nos termos do voto proferido pela Diretora Norma Parente, no PAS CVM nº 24/00, julgado em 18.08.2005, “não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar”.

III. MÉRITO

III.1. OPERAÇÕES ENTRE 29.9.2010 E 14.10.2010

23. A Acusação argumenta que aumentar a liquidez das ações, por qualquer meio, era um objetivo estratégico para o BCS, mantendo sua listagem no Nível 1 e garantindo recursos para financiar suas operações crescentes no mercado de crédito consignado, passo importante para ser listado no Nível 2.

24. Tal objetivo – corroborado pelo pedido de registro de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações para elevar o capital flutuante a um patamar entre 29% e 32% – fora frustrado a partir da queda das cotações de CZRS4 a partir de abril de 2010, tendo chegado o papel a ser negociado abaixo de seu valor patrimonial.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

25. BCS e Pactual celebraram Contrato de Swap em 23.3.2009, o qual foi prorrogado sucessivas vezes até ter como vencimento 30.11.2010, sendo liquidado de forma antecipada em 5.11.2010, com pagamento de R\$ 37 milhões para o BCS, que estava ativo na cotação do papel de CRZS4 e passivo em CDI - uma alta nos preços de CZRS4 aumentaria a remuneração que o BCS receberia na liquidação.

26. O Contrato de Swap sofreu aditivos para, além de prorrogar o vencimento, diminuir o período de apuração do preço médio de CZRS4. O resultado positivo decorrente da liquidação antecipada do Contrato de Swap se deu imediatamente após a ação ter sofrido forte recuperação em relação aos preços deprimidos dos meses anteriores, por conta dos efeitos da crise na Europa.

27. O Pactual montou posição de *hedge* para o Contrato de Swap, adquirindo CZRS4, eliminando o risco direcional relativo à variação de preços da ação. Para proceder à liquidação do contrato, a posição foi vendida nos dias 4 e 5.11.2010, tendo como compradores, dentre outros, Guilherme Otero (14,2%), Afonso Burlamaqui (13,9%), Armando Burlamaqui (6,1%) e Álvaro Otero (6,1%), todos indiciados em processo criminal instaurado pelo MPF por associação criminosa, fraudes contra o BCS e manipulação de mercado.

28. Sobre a afirmação de Guilherme Otero em suas razões de defesa a respeito do resultado financeiro do Contrato de Swap ter se mantido estável no período, independente das operações com CZRS4, conforme conclusão da área técnica⁹, é importante fazer a seguinte ressalva: o BCS estava ativo em CZRS4 e passivo em CDI, logo sua remuneração aumentaria com a valorização das ações de emissão do BCS. Por seu turno, o valor a ser pago pelo Pactual corresponderia, à primeira vista, à soma do valor referente variação do preço de CZRS4 no período do contrato com o valor recebido pela variação do CDI.

29. Uma vez que o Pactual realizou operação de *hedge*, adquirindo as ações CZRS4 no momento da celebração do Contrato de Swap, seu resultado financeiro era relativamente indiferente à variação de CZRS4, conclusão reportada pela área técnica.

⁹ Segundo o acusado, a área técnica reconhece que as operações de liquidação antecipada do Contrato de Swap não têm qualquer efeito sobre a cotação de CZRS4, com base na § 74 do Relatório de Análise elaborado pela GMA-1: “74. Como mencionado no item 63, enquanto a cotação das ações permaneceu constante, as datas de vencimento do contrato de Swap foram concomitantemente prorrogadas e o intervalo para o cálculo da média do preço do ativo objeto foi sendo reduzido. A antecipação da liquidação do swap só ocorreu após a elevação do preço dos papéis. No entanto, em termos de resultado, não houve alterações entre os valores a serem pagos e recebidos pelas partes, como se vê na tabela abaixo, que mostra esses valores para as diferentes datas de vencimento”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Porém, isso não significa dizer que a remuneração a ser recebida pelo BCS também se manteria estável.

30. Entre 29.9.2010 e 14.10.2010 as ações CZRS4 sofreram uma valorização expressiva, com amplitude de cerca de 50% e aumento abrupto da liquidez, do número de negócios e do volume financeiro. Este movimento não foi acompanhado pelo índice SMLL, constituído por empresas abertas de porte semelhante ao do BCS.

31. A tabela a seguir detalha as cotações e volumes no período indicado.

Data	Q Negs	Q Títs	Volume\$	Fechamento	Abertura	Mínimo	Máximo	Médio	Varição	Acumulado
20/09/2010	7	700	7.437,00	10,04	10,07	10,04	10,07	10,04		
21/09/2010	8	2.000	21.061,00	10,04	10,05	9,92	10,06	9,95		
22/09/2010	1	100	1.062,00	10,04	10,04	10,04	10,04	10,04		
23/09/2010	4	600	6.390,00	10,07	10,07	10,07	10,07	10,07		
24/09/2010	6	4.200	44.599,00	10,07	10,07	9,83	10,07	10,04		
27/09/2010	3	300	3.193,00	10,06	10,07	10,06	10,07	10,06		
28/09/2010	27	13.500	142.728,00	10,05	10,07	9,79	10,07	9,99		
29/09/2010	56	56.800	624.655,00	10,78	10,07	9,80	10,78	10,40	7,24%	7,24%
30/09/2010	121	169.900	2.039.263,00	11,53	10,73	10,73	11,57	11,34	7,02%	14,77%
01/10/2010	71	46.300	569.682,00	11,91	11,39	11,11	11,91	11,63	3,28%	18,53%
04/10/2010	430	274.800	3.575.421,00	13,23	11,94	11,67	13,23	12,30	11,11%	31,70%
05/10/2010	445	340.700	4.828.232,00	13,98	13,04	12,95	13,99	13,39	5,64%	39,13%
06/10/2010	223	208.700	3.144.801,00	13,84	14,23	13,75	14,60	14,29	-1,00%	37,75%
07/10/2010	148	63.000	908.594,00	13,73	13,72	13,46	13,84	13,67	-0,82%	36,61%
08/10/2010	123	55.400	804.617,00	13,72	13,67	13,65	14,00	13,76	-0,07%	36,52%
11/10/2010	45	7.400	108.122,00	13,94	13,94	13,75	13,94	13,85	1,59%	38,69%
13/10/2010	255	195.000	2.858.527,00	14,11	13,75	13,63	14,12	13,90	1,22%	40,39%
14/10/2010	384	107.700	1.664.536,00	15,17	14,03	14,03	15,17	14,66	7,53%	50,95%
15/10/2010	112	112.300	1.822.742,00	15,33	15,36	15,17	15,74	15,39	1,06%	52,56%
18/10/2010	113	51.400	824.524,00	15,17	15,17	15,10	15,35	15,21	-1,05%	50,95%
19/10/2010	90	13.500	213.067,00	14,84	15,16	14,84	15,16	14,96	-2,19%	47,65%
20/10/2010	94	93.900	1.484.916,00	15,06	14,86	14,69	15,07	14,99	1,53%	49,92%

Tabela 1. Cotações de CRZS4 entre 20.9.2010 e 20.10.2010. Fonte: Economática.
Cotações não ajustadas para distribuição de proventos. Em 5.10.2010 houve distribuição de R\$ 0,042846 a título de juros sobre o capital próprio.

32. A área técnica apresentou uma cronologia de comunicados ao mercado e fatos relevantes da qual, nos termos da Acusação, não se poderia identificar fundamentação econômica ou qualquer fato com potencial para a valorização abrupta e elevada de CZRS4.

33. Então, foi realizado um levantamento dos principais investidores que negociaram o papel no período, concluindo que Afonso Burlamaqui e Paulo de Mingo representaram, respectivamente, 44% e 9% do volume de compras do papel e 22% e 9% do volume de vendas entre 29.9.2010 e 14.10.2010. Estes dois acusados foram, respectivamente, o primeiro e o terceiro lugar no ranking de comitentes que mais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

compraram e venderam o papel. O segundo lugar no ranking foi o formador de mercado da ação.

34. Vários outros comitentes foram selecionados pela Acusação para que fosse realizada uma análise mais detalhada de suas operações. Foram descartados aqueles que não possuíam vínculos profissionais ou pessoais com os controladores do BCS ou que alegaram fundamentação econômica que foi considerada idônea pela Comissão de Inquérito.

35. Pelas razões que passo a expor, decido pela absolvição de Afonso Burlamaqui e pela condenação de André Rotta, Paulo de Mingo, Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa por terem manipulado os preços de CRZS4 entre 29.9.2010 e 14.10.2010.

36. Nos pregões de 29 e 30.9.2010, quando foi iniciado o movimento de alta, Afonso Burlamaqui foi responsável por cerca de 97% das compras de CZRS4.

Data	QC	QV	VC	VV
29/09/2010	55.500	0	610.763,00	0,00
30/09/2010	166.700	0	2.001.361,00	0,00
01/10/2010	1.000	100	12.441,00	1.207,00
04/10/2010	52.600	136.200	702.192,00	1.735.130,00
05/10/2010	187.400	111.100	2.696.023,00	1.546.456,00
06/10/2010	77.000	4.600	1.162.634,00	70.020,00
07/10/2010	25.700	16.900	372.245,00	244.228,00
08/10/2010	23.800	21.300	346.514,00	307.740,00
11/10/2010	300	0	4.398,00	0,00
13/10/2010	48.000	32.400	708.019,00	468.838,00
14/10/2010	44.600	9.900	685.323,00	158.400,00

Total	682.600	332.500	9.301.913,00	4.532.019,00
--------------	----------------	----------------	---------------------	---------------------

Tabela 2. Negócios de Afonso Burlamaqui entre 29.9.2010 e 14.10.2010 com CZRS4. QC = quantidade de compra, QV = quantidade de venda; VC = volume de compra e VV = volume de venda.

37. Entre 2008 e 2009, Afonso Burlamaqui negociou apenas 22.700 ações CZRS4. Entre 5.7.2010 e 28.9.2010, negociou 225.500 ações na compra e 1.100 ações na venda, com desembolso líquido de R\$ 2.386.608,00.

38. A partir de 29.9.10, passou a negociar lotes maiores e concentrou grande parte de suas compras em horários próximos ao fechamento (a Acusação fundamenta esta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

última afirmação com base no horário das ofertas de 29.9.10 - fls. 1.719-1.720, informação que não se confirma pelo horário das ofertas de 30.9.2010 - fls. 1.721-1.722).

39. Entre 29.9.2010 e 14.10.2010, Afonso Burlamaqui negociou 682.600 ações na compra e 332.500 na venda, com desembolso líquido de R\$ 4.769.894,00. As ordens de Afonso Burlamaqui foram realizadas por meio da Cruzeiro do Sul Corretora e eram transmitidas a Luis Felipe Índio da Costa, e, segundo esclarecimentos prestados pelo próprio comitente (fl. 878), sua confirmação por escrito se dava em momento posterior.

40. Um ponto central com respeito a Afonso Burlamaqui é o argumento de defesa no sentido de que, por não ter enviado as ordens, não poderia ser responsabilizado pela conduta de Luis Felipe Índio da Costa. Entendo que a Acusação não logrou êxito ao provar que Afonso Burlamaqui tinha conhecimento das operações e as teria autorizado, a despeito de seu relacionamento comercial com os controladores do BCS e do expressivo e atípico volume dos negócios realizados em seu benefício.

41. Paulo de Mingo realizou *day-trades* com CZRS4 entre 4.10.2010 e 14.10.2010, com volumes de compra e de venda, respectivamente de R\$ 1.863.218,00 e R\$ 1.925.606,00, auferindo resultado bruto de R\$ 62.388,00.

42. No mesmo período, realizou negócios apenas com ações e opções de ações de emissão da Petrobras, com volumes de compra e de venda da ordem de R\$ 27 mil, bastante inferiores aos volumes negociados com CZRS4.

Data	QC	QV	VC	VV
04/10/2010	42.000	42.000	529.800,00	558.180,00
05/10/2010	34.000	34.000	468.740,00	490.560,00
06/10/2010	11.300	11.300	170.733,00	170.141,00
07/10/2010	8.900	8.900	126.825,00	128.755,00
13/10/2010	38.000	37.000	550.470,00	545.850,00
14/10/2010	1.100	2.100	16.650,00	32.120,00

Total	135.300	135.300	1.863.218,00	1.925.606,00
--------------	----------------	----------------	---------------------	---------------------

Resultado	62.388,00
------------------	------------------

Tabela 3. Negócios de Paulo de Mingo com CZRS4 entre 29.9.2010 e 14.10.2010.

QC = quantidade de compra, QV = quantidade de venda; VC = volume de compra e VV = volume de venda.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

43. Paulo de Mingo também declarou que considerava uma prática natural de mercado combinar negócios previamente, antes de enviar as ofertas ao sistema de negociação da Bolsa. A Acusação dá especial destaque a uma oferta por ele enviada que foi atendida por André Rotta.

44. André Rotta era o responsável pela mesa de operações da Corretora Cruzeiro do Sul e sua posição privilegiada lhe permitia monitorar as ofertas e quantidades negociadas pelos clientes da Corretora que visavam manipular os preços.

Data	QC	QV	VC	VV
04/10/2010	25.000		314.050,00	
06/10/2010		30.100		448.349,00
08/10/2010		500		7.235,00
13/10/2010	27.200		401.330,00	

Total	52.200	30.600	715.380,00	455.584,00
--------------	---------------	---------------	-------------------	-------------------

Posição	-21.600	Resultado	-259.796,00
----------------	----------------	------------------	--------------------

Data	QC	QV	VC	VV
Outubro	52.700	70.400	723.320,00	1.092.792,00
Novembro	28.300	42.800	428.861,00	697.092,00
Dezembro	100	1.300	1.416,00	19.190,00

Total	81.100	114.500	1.153.597,00	1.809.074,00
--------------	---------------	----------------	---------------------	---------------------

Posição	33.400	Resultado	655.477,00
----------------	---------------	------------------	-------------------

Tabela 4. Negócios de André Rotta com CZRS4 entre 29.9.2010 e 14.10.2010 e depois entre outubro e dezembro de 2010. QC = quantidade de compra, QV = quantidade de venda; VC = volume de compra e VV = volume de venda.

45. A Acusação destaca que Paulo de Mingo teve um posto de trabalho na Cruzeiro do Sul Corretora – quando atuava como agente autônomo de investimento – e tinha boas relações com os funcionários da Corretora e do BCS. André Rotta afirmou que não tinha relacionamento próximo com Paulo de Mingo, mas declarou ter emprestado dinheiro a ele em certa ocasião. Ex-funcionários da Cruzeiro do Sul Corretora declararam que André Rotta e Paulo de Mingo tinham uma relação próxima.

46. Nos negócios realizados por Afonso Burlamaqui em 29 e 30.9.2010, este teve como contraparte Paulo de Mingo em 32% de suas compras e 18% de suas vendas. Paulo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

de Mingo teve como contraparte Afonso Burlamaqui em 64% de suas compras e 52,4% de suas vendas.

47. Em outubro de 2010, Afonso Burlamaqui figurou como contraparte em 47,8% dos negócios de André Rotta no período em questão. Paulo de Mingo figurou como contraparte em 22,7% dos seus negócios.

48. Sobre os percentuais trazidos pela Acusação no Relatório de Inquérito, têm razão os acusados ao apontar que há várias afirmações feitas na peça acusatória que referenciam totais que incluem não apenas os acusados, mas outros comitentes que foram descartados ao longo da análise.

49. Por essa razão, é recomendável que a Acusação seja diligente no sentido de fundamentar suas afirmações em dados que contenham apenas informações sobre os negócios das pessoas efetivamente acusadas, sem o uso de dados que possam comprometer o julgamento deste Colegiado. Assim, os percentuais referidos nos parágrafos anteriores foram recalculados para excluir os comitentes que não foram acusados e não correspondem diretamente às afirmações contidas no Relatório de Inquérito, que mencionavam percentuais mais elevados¹⁰.

50. Nesses termos, Afonso Burlamaqui, André Rotta e Paulo de Mingo teriam manipulado os preços de CZRS4 ao realizar operações em conjunto, em percentual significativo em relação aos demais comitentes que negociaram CZRS4 no período e com elevado percentual de concentração de negócios entre si, aumentando artificialmente as cotações do papel e induzindo investidores a erro, ao julgarem que havia uma demanda que, na verdade, não existia.

51. Analisando os preços médios de compra e de venda dos negócios realizados por Afonso Burlamaqui, a Acusação sugere que, em razão dos preços médios de venda serem inferiores aos preços médios de compra há um indício de que este não objetivava lucro em suas operações de *day-trade*, o que, aliado ao fato de que a movimentação neste período foi atípica com relação ao seu histórico no papel, levaria à conclusão de que suas operações não tinham intenção legítima. A meu ver, trata-se de um indício que reforça a ideia de que Afonso Burlamaqui não sabia do modo pelo qual os negócios eram executados.

¹⁰ Nesse sentido, veja-se o que foi apontado na defesa de Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa: “Nas tabelas de concentração de volumes, quantidade e financeiro, dos negócios de CZRS4 apresentadas no Relatório de Inquérito, quando se isolam apenas os acusados no presente PAS, os percentuais caem significativamente. Na Tabela 1, o percentual de compras do grupo cai de 82% para 53% e o percentual de vendas de 61% para 30%, em termos de quantidades negociadas. Na Tabela 16, o percentual de ações negociadas cai de 52,8% do total para 10,9%” (§ 238 do Relatório).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

52. Os negócios realizados por André Rotta não foram encerrados antes de 14.10.2010, representando um desembolso líquido de R\$ 259.796,00. André Rotta realizou vendas entre novembro e dezembro de 2010, os quais, com base nos dados da Tabela 4, lhe teriam rendido para a quantidade casada de 81.100 ações o montante de R\$ 127.764,58.

53. Os acusados alegaram ter realizado uma aposta especulativa no papel, diante de boas perspectivas para o BCS no curto prazo, sobretudo por Fato Relevante não incluído no levantamento feito pela Acusação, divulgado em 16.9.2010, sobre a captação, via emissão de dívida subordinada, de US\$ 400 milhões.

54. Têm razão os acusados ao apontar, em suas razões de defesa, esta importante omissão no Relatório de Inquérito.

55. Não obstante, ainda que houvesse informações positivas sobre o futuro do BCS à época dos fatos, o movimento dos preços só foi iniciado em 29.9.2010, quase 15 dias após a divulgação do referido Fato Relevante e, ainda, a Acusação logrou demonstrar que a alta dos preços e o aumento do volume negociado foi substancialmente atípico com respeito ao restante do mercado e às companhias do porte do BCS (utilizando como variável *proxy* o índice SMLL).

56. Não procede o argumento de defesa no sentido de que as ações de emissão do BCS estavam defasadas com relação ao índice SMLL e o movimento foi uma recuperação tardia. Tratou-se, na verdade, não de uma mera recuperação, mas de uma valorização súbita e com alto viés especulativo, com indícios relevantes de atuação concertada dos acusados para atingir os objetivos pretendidos pelo BCS: aumentar a remuneração a ser recebida no Contrato de Swap e aumentar a liquidez do papel, ambos resultados verificados na prática.

57. Há vínculos pessoais e profissionais entre os acusados, vínculos estes que, por si mesmos, não seriam aptos a provar a prática das infrações que lhe são imputadas. No entanto, trata-se de um primeiro indício.

58. Luís Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa eram responsáveis pelo envio das ordens em nome de Afonso Burlamaqui, o qual, em suas razões de defesa, indica que várias das operações foram realizadas sem o seu consentimento. Afonso Burlamaqui apresentou, ainda, carta que lhe foi enviada por Luis Felipe Índio da Costa (fls. 2.180-2.181) na qual este afirma que as ordens dadas por Afonso e Armando Burlamaqui eram “ordens administradas”, com relativo grau de flexibilidade na execução pela Cruzeiro do Sul Corretora. Concluo, a partir dos indícios contidos nos autos, que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

houve, na verdade, um abuso, pelos controladores do BCS, da relação de confiança que tinham com Afonso Burlamaqui.

59. André Rotta e Paulo de Mingo não conseguiram justificar o fundamento econômico das operações realizadas, sobretudo com relação à atipicidade das quantidades negociadas em relação ao restante do mercado e em relação ao seu próprio perfil de investimento. Ao contrário do que alegaram em suas razões de defesa, as quantidades negociadas por eles não podem ser consideradas insignificantes em face dos demais negócios realizados no mercado no período, como aponta a Acusação.

60. Apesar da alegação de André Rotta no sentido de que “os negócios se deram em patamares de preços já elevados e não foram determinantes para a valorização das ações”, sua atuação é atípica e contribuiu para a manutenção da anomalia nos preços de CZRS4, havendo indícios consistentes e convergentes de sua atuação conjunta com Paulo de Mingo e com os controladores do BCS (negociando em nome de Afonso Burlamaqui).

61. E, ao contrário do artifício descrito pela Acusação analisado na seção anterior deste Voto, esse artifício destinado a elevar as cotações de CZRS4 restou claramente configurado e apto a provocar o resultado pretendido.

62.

63. Registre-se, por fim, que não há necessidade de demonstrar que indivíduos específicos foram induzidos a erro: o próprio aumento do volume negociado e aumento dos preços sinaliza que diversos investidores foram atraídos para a negociação de CZRS4, fato corroborado por diversas declarações de comitentes investigados no Relatório de Inquérito.

64. Em síntese, a decisão pela absolvição de Afonso Burlamaqui e pela condenação de André Rotta, Paulo de Mingo, Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa com respeito às operações realizadas entre 29.9.2010 e 14.10.2010 tem como fundamento:

- a) A efetiva elevação das cotações de CRZS4, de forma abrupta e desproporcional com relação ao restante do mercado e às empresas do porte do BCS, ainda que houvesse informações favoráveis não elencadas pela Acusação no Relatório de Inquérito;
- b) A aptidão do artifício utilizado – compras intensas do papel no período com preços médios crescentes – para alcançar o objetivo pretendido;
- c) A prorrogação do Contrato de Swap entre o BCS e o Pactual, com redução do prazo de apuração do preço de CRZS4 para aferir a remuneração do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

BCS, deixando-a mais suscetível à volatilidade do papel no curto prazo, como indício da premeditação da manipulação;

- d) O interesse do BCS – e de seus controladores – no aumento das cotações das ações de sua emissão e no aumento da liquidez do papel;
- e) O controle do envio de ordens de Afonso Burlamaqui, principal negociador de CRZS4 no período, era feito por Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa.
- f) Os indícios constantes dos autos apontam para um abuso da relação de confiança que os controladores do BCS tinham com Afonso Burlamaqui.
- g) Os vínculos profissionais e pessoais apontados pela Acusação envolvendo os acusados.

III.2. CONTRATOS A TERMO E ROLAGEM ENTRE 27.10.2010 E 4.6.2012

65. Passo a decidir, então, o mérito do caso envolvendo a celebração de contratos a termo em 27.10.2010 e as sucessivas rolagens até junho de 2012.

66. Nos termos da Acusação, haveria duas relações importantes entre as operações deste período e as cursadas no período apreciado na seção anterior deste Voto: (i) o aumento expressivo das cotações de CZRS4 entre 29.9.2010 e 14.10.2010 teria permitido maximizar a captação em uma operação de caixa no mercado a termo; e (ii) o valor obtido com o financiamento via termo teria sido utilizado para a aquisição de ações detidas pelo Pactual como posição de hedge de sua posição no Contrato de Swap e, ao fornecer liquidez para o encerramento desta posição, tais aquisições viabilizaram a liquidação antecipada do contrato sem maiores impactos no mercado.

67. Após a captação inicial de recursos no mercado a termo em 27.10.2010 por meio das Operações de Caixa – venda à vista e compra a termo de CZRS4 –, estas foram montadas em prazos de cerca de 90 dias e foram sucessivamente renovadas até a data de intervenção do Bacen no BCS.

68. Durante este período a cotação do papel não sofreu grandes variações, com quantidade relativamente baixa de negócios, à exceção das datas em que era realizada a rolagem do termo. De acordo com a Acusação, em 27.12.2010, 19.1.2011, 23.3.2011, 16.6.2011 e 8.7.2011 teria havido interferência dos acusados, especialmente Armando Burlamaqui, para aumentar o preço teórico do leilão no qual eram negociadas as ações para viabilizar a rolagem dos contratos a termo. Esta interferência teria mantido os preços



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

de CZRS4 em patamares artificialmente elevados e estáveis ao longo do período em questão.

69. A Acusação destaca que os investidores não arriscaram seu capital próprio nessas negociações, que consistiam na obtenção de empréstimo de quantia vultosa para, com o montante emprestado, realizar operações no mercado de capitais com um único ativo, de baixa liquidez, cujo emissor era o próprio banco que lhe emprestou o dinheiro e, ao final, quitar a operação oferecendo as próprias ações como dação em pagamento ou, então, não honrar o empréstimo, causando prejuízos ao BCS e reduzindo o acervo disponível em eventual liquidação.

70. Neste ponto, as afirmações foram fundamentadas no Relatório RO 01/2010, produzido durante o RAET a pedido do FGC e na denúncia oferecida pelo MPF, segundo os quais o prejuízo causado ao BCS pelas operações a termo teria sido da ordem de R\$ 47.500.000,00.

71. Desse modo, além do interesse dos controladores do BCS no fornecimento de liquidez para o Pactual de modo a permitir a liquidação antecipada do Contrato de Swap, haveria o interesse na manutenção das posições para que não fossem honradas e, então, fossem executadas as garantias depositadas pelo BCS na Bolsa, o que diminuiria o patrimônio do banco, de modo a fraudar credores em sua eventual liquidação.

72. Como indícios de conluio, a Acusação faz referência a e-mail de Luis Octavio Índio da Costa enviado em 23.1.2012 ao gerente de operações da Cruzeiro do Sul Corretora, em resposta a mensagem deste que indicava os nomes dos acusados e as quantidades a serem roladas, ao que aquele responde “Temos que rolar ao maior preço possível se tiver que comprar... ateh umas 100 mil ações ok mas prefiro não comprar nada se não necessitar” (fls. 1.680-1681). Tal e-mail foi obtido a partir dos elementos trazidos do inquérito policial que culminou na denúncia oferecida pelo MPF de que os acusados também teriam praticado o crime de manipulação de mercado.

73. A Acusação aponta que Afonso Burlamaqui, Álvaro Otero, Armando Burlamaqui e Guilherme Otero não foram capazes de justificar suficientemente os motivos que os levaram, no período de 2010 a 2012, a realizar diversas operações semelhantes, nos mercados à vista e a termo da Bolsa, envolvendo grandes lotes de ações CZRS4, com coincidência absoluta de datas e na mesma ponta.

74. Afonso Burlamaqui prestou serviços ao BCS desde sua fundação e tinha relação de amizade com Luis Felipe Índio da Costa. Seu filho, Armando Burlamaqui também é sócio do escritório de advocacia que prestou serviços ao BCS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

75. Por seu turno, Álvaro Otero e Guilherme Otero foram incluídos na denúncia oferecida pelo MPF, inclusive pela prática do crime de associação criminosa. Álvaro Otero possuía vínculos com os controladores do BCS, desde a época em que seu pai e Luis Felipe Índio da Costa trabalharam na Corretora PEBB e, por razões óbvias, de acordo com a Acusação, tinha vínculo com seu sobrinho, Guilherme Otero.

76. Afonso Burlamaqui, Álvaro Otero e Guilherme Otero foram contrapartes do Banco Modal em operação realizada em 9.9.2011, quando este adquiriu ações CZRS4 como posição de *hedge* de contrato de *swap* firmado com o BCS na ocasião.

77. Dentre os acionistas vendedores da oferta pública de distribuição secundária de ações anunciada pelo BCS em 23.3.2010, constavam Guilherme Otero, Álvaro Otero e Armando Burlamaqui. Isto serviria de indício para um "alto nível de ligação entre essas pessoas".

78. A transmissão de ordens se dava por meio dos controladores do BCS e a Acusação traz trechos de depoimentos de ex-funcionários da Cruzeiro do Sul Corretora no sentido de que havia certa consciência da ilicitude dos negócios, mas que estes eram realizados porque tinham que “cumprir ordens” para os clientes “triple A” do BCS.

79. Logo, para a Acusação, não seria verossímil que os acusados, que declararam que não se conheciam ou que não mantinham contato próximo entre si (excetuando-se, obviamente, aqueles com algum grau de parentesco), tenham decidido operar, no mesmo momento, grandes somas financeiras em um papel de baixa liquidez, somas essas que, em alguns casos, ultrapassavam inclusive seu patrimônio líquido pessoal, apenas por simples coincidência em relação às expectativas acerca do potencial econômico da empresa emissora ou para suprir necessidades ou destinar sobras de caixa para investir ou desinvestir no papel.

80. Portanto, segundo a Acusação, Afonso Burlamaqui, Armando Burlamaqui, Álvaro Otero e Guilherme Otero teriam, em concurso e sob a direção de Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa, controladores do BCS, se valido de processo ou artifício – contratos a termo e as sucessivas rolagens – para manter os preços de CZRS4 em níveis artificialmente elevados, de modo a induzir os investidores em erro a respeito das cotações e, ainda, fraudar os credores do BCS em eventual liquidação, pela redução do seu patrimônio, ao honrar a garantia dos termos inadimplidos.

81. Embora o raciocínio apresentado pela Acusação seja plausível e aparentemente consistente, entendo que os acusados devem ser absolvidos da infração que lhes foi imputada, pelos motivos que passo a expor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

82. A Acusação reconhece que apenas a operação de rolagem do contrato a termo não teria o condão de, isoladamente, manipular o preço de CZRS4 no mercado à vista. Nesse sentido a manipulação decorreria de interferências pontuais feitas em nome dos acusados, sobretudo em nome de Afonso Burlamaqui e Armando Burlamaqui, nos leilões de formação de preço pelo qual as posições eram roladas a termo – devido à grande quantidade de ações envolvidas na operação, havia procedimentos de leilão, segundo as regras da Bolsa. Nesses leilões, os acusados objetivavam aumentar o preço, a fim de ter fluxo de caixa positivo na rolagem ou minimizar fluxo de caixa negativo.

83. As interferências mencionadas pela Acusação teriam ocorrido em 27.12.2010, 19.1.2011, 23.3.2011, 16.6.2011 e 8.7.2011. A tabela a seguir, construída com base na Tabela reproduzida no § 34 do Relatório, mostra as datas em que foram montadas as posições a termo, as sucessivas rolagens e as datas das operações relacionadas aos *swaps* entre BCS e Pactual e entre BCS e Modal, indicando a participação de cada acusado.

Data (1)	Preço Médio	Fluxo	Afonso Burlamaqui	Álvaro Otero	Armando Burlamaqui	Guilherme Otero	Total
			580.000	650.000	650.000	625.000	2.505.000
27/10/2010	15,75	financiou	9.135.000,00	10.237.500,00	10.237.500,00	9.843.750,00	39.453.750
04 e 05/11/2010	(2)	comprou	550.000	240.000	240.000	560.000	1.590.000
19/01/2011	16,14	recebeu	226.200,00	253.500,00	253.500,00	243.750,00	976.950,00
14/04/2011	15,43	pagou	-411.800,00	-461.500,00	-461.500,00	-443.750,00	-1.778.550,00
08/07/2011	15,14	pagou	-168.200,00	-188.500,00	-188.500,00	-181.250,00	-726.450,00
09/09/2011	(3)	vendeu	700.000	300.000		400.000	1.400.000
03/10/2011	13,98	pagou	-672.800,00	-754.000,00	-754.000,00	-725.000,00	-2.905.800,00
29/11/2011	13,83	pagou	-87.000,00	-97.500,00	-97.500,00	-93.750,00	-375.750,00
24/01/2012	13,90	recebeu	40.600,00	45.500,00	45.500,00	43.750,00	175.350,00
21/03/2012	13,69	pagou	-121.800,00	-136.500,00	-136.500,00	-131.250,00	-526.050,00
custo rolagens			-494.800,00	-1.039.000,00	-1.339.000,00	-887.500,00	-3.760.300,00

(1) Das datas indicadas, teria ocorrido manipulação no leilão de 19/01/2011 e 08/07/2011

(2) Pactual vendeu 3.946.100 ações a R\$ 15,00 (volume de R\$ 59.195.525,00) para encerrar hedge e liquidar swap

(3) Banco Modal comprou 2.000 ações para montar hedge de contrato de swap

Tabela 1. Operações de Caixa e sucessivas rolagens realizadas pelos acusados.

84. Nota-se que, dentre as 5 (cinco) datas indicadas pela Acusação na qual teria ocorrido interferência no leilão de fechamento, apenas em 2 (duas) delas houve rolagem por parte dos acusados – em 19.1.2011 e 8.7.2011. As demais datas foram incluídas porque a Comissão de Inquérito analisou outros quatro comitentes que também realizaram operações a termo envolvendo as ações CZRS4 e nas outras 3 (três) datas ocorreram rolagens de 511.000 ações em nome de A. S. A., que foi acusado neste PAS, mas veio a falecer antes da sua intimação.

85. A análise dos leilões nestas datas encontra-se no Anexo V ao Relatório de Inquérito (fl. 1.864). Em 27.12.2010, 23.3.2011 e 16.6.2011, a participação de Afonso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Burlamaqui nos leilões teria favorecido a rolagem dos contratos a termo de A. S. A., que supostamente estaria em conluio com o grupo de acusados neste PAS.

86. Em 19.1.2011, as ofertas de Afonso Burlamaqui teriam feito com que o preço do leilão fosse de R\$ 15,18 para R\$ 15,70 (aumento de 3,4%). Em 8.7.2011, a interferência de Afonso Burlamaqui teria feito o preço variar de R\$ 14,38 para R\$ 14,69 (aumento de 2,1%).

87. Ocorre que a suposta interferência teria sido verificada, na prática, em apenas 2 (duas) datas dentre as 7 (sete) datas indicadas na Tabela 1, o que enfraquece sobremaneira a tese acusatória de que ocorreu a manipulação de preços por uma interferência recorrente e sistemática no preço dos leilões e que a alta decorrente teria reflexos relevantes no preço do papel ao longo do tempo.

88. É importante ressaltar que, diante do tamanho da posição e da baixa liquidez do papel, seria razoável esperar que a operação de rolagem causasse interferência nos preços, ao menos no curtíssimo prazo.

89. Nota-se, contudo, que não houve variação expressiva do preço de CZRS4 nas datas de rolagem (preço de fechamento em face do fechamento do pregão anterior), nem mesmo nas datas em que teria ocorrido a suposta interferência pela atuação no leilão.

90. Como se depreende da evolução dos preços de CZRS4 no período, não houve nenhuma valorização ou desvalorização expressivas entre as datas das operações de rolagem, ficando os preços em um patamar relativamente estável. Para a Acusação, este seria exatamente o objetivo da interferência nos preços nos leilões de rolagem – uma espécie de “marcação de preço” do papel em face da baixa liquidez.

91. No entanto, tal raciocínio não merece prosperar.

92. O cálculo da Acusação no tocante à interferência nos preços de leilão considerou qual teria sido o preço teórico se Afonso Burlamaqui não tivesse participado dos leilões. Porém, se o investidor tinha, de fato, interesse em efetuar a rolagem de uma posição relevante, supondo que tal operação fosse legítima, então necessariamente algum efeito significativo seria causado pela sua presença no livro de ofertas.

93. A atuação de um investidor que negocia grandes lotes é tal que há uma preocupação no sentido de que suas ofertas e as operações decorrentes minimizem o impacto nos preços¹¹. Por essa razão, a Bolsa permite em seu regulamento, por exemplo,

¹¹ “Large market orders are more difficult to execute than small ones. Traders willing to take the other side of a very large trade are often hard to find. They may not be interested in the instrument, or they may be afraid to trade with someone who may be well informed about the value of the instrument. To attract traders,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

ofertas com quantidade aparente, viabilizando o provimento de uma liquidez “oculta”, sem que todos aqueles que acompanham o livro de ofertas possam ver a quantidade total daquela oferta. Igualmente, há procedimentos de leilão para negociação de grandes quantidades, a fim de obter um melhor processo de formação de preços.

94. Há diversas estratégias para o gerenciamento da execução de grandes lotes e cabe à entidade reguladora do mercado de capitais delimitar quais estratégias são legítimas e quais não são.

95. Em princípio, um investidor que, em uma operação de rolagem de uma compra a termo, gerencia suas ofertas de modo a obter o maior preço possível não pratica manipulação de mercado, pelo menos não *exclusivamente* em razão do seu comportamento no livro de ofertas. Há um *interesse legítimo* no sentido de minimizar (maximizar) fluxos de caixa negativos (positivos) na operação de rolagem, que não se confunde com induzir terceiros a erro em função de cotações artificiais.

96. Se não fosse assim, *qualquer* negociação de quantidade relevante em um leilão com, por exemplo, uma submissão de ofertas em quantidades crescentes, caracterizaria uma manipulação de preços.

97. No caso em tela, embora haja indícios relevantes de que havia atuação conjunta por parte dos acusados – pela semelhança de datas, vínculos profissionais e pessoais, depoimentos de ex-funcionários da Corretora – não se pode afirmar que houve operações simuladas, isto é, negócios combinados de “ida e volta” que seriam realizados entre eles sem fundamento econômico algum, com coincidência de contrapartes.

98. Penso que e-mail enviado por Luis Octavio Índio da Costa ao gerente da mesa de operações não é uma prova cabal de que este estaria orquestrando um esquema de operações com vistas à manipulação de mercado. O que se tem naquela mensagem é a resposta de um diretor da Corretora a uma consulta feita pelo gerente da mesa de operações, a respeito de posições em contratos a termo detidas por clientes que recebiam um tratamento especial e cujo prazo de vencimento se aproximava.

99. A resposta de Luis Octavio Índio da Costa encontra respaldo econômico: buscava-se realizar a rolagem de modo a minimizar (maximizar) fluxos de caixa

large impatient traders often must move prices. Large buyers bid prices up to encourage sellers to sell to them. The premiums that large buyers pay, and the discounts that large sellers offer are price concessions. When traders move prices to fill their orders, they have market impact (Market impact is also known as price impact). Since market impact increases with order size, it generally is the most significant cost of trading large orders”. (HARRS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford, 2003, p. 72)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

negativos (positivos), não sendo possível inferir que dali decorreria uma pretensão de inflar artificialmente os preços de CZRS4 por qualquer outra razão.

100. Na evolução dos preços de CZRS4 nota-se a ausência de uma “pressão vendedora” que levasse qualquer investidor a crer que as cotações sofreriam desvalorização no curto prazo. O que se observa, na verdade, é uma baixa liquidez, com uma média de pouco menos de 7 negócios por dia em 2011 e aumento de volume apenas nos pregões em que ocorreu a rolagem, como se pode ver no gráfico reproduzido na Figura 3 do Relatório, replicado abaixo.

101. É certo que a quantidade de ações negociada pelos acusados teria o condão de alterar significativamente os preços de CZRS4. Mas, como já mencionei acima, nas 7 (sete) datas em que rolaram suas operações, em apenas 2 (duas) delas um dos acusados, Afonso Burlamaqui, teria interferido no preço de leilão e, ainda assim, teria causado uma variação que, embora não seja insignificante, seria muito aquém do que um genuíno manipulador poderia obter e perfeitamente compatível com o impacto que inevitavelmente seria causado por uma quantidade daquela magnitude.

102. Ainda, a suposta atuação dos acusados em intervalos de tempo de cerca de 90 dias entre as rolagens dos contratos a termo é um período significativamente longo, que, a meu ver, descaracteriza o artifício apontado pela Acusação. Não houve queda nos preços nem indício de que, em face de baixas no papel, os acusados, isoladamente ou em conjunto, atuaram no sentido de prover liquidez para vendedores de modo a evitar uma depreciação na cotação de CZRS4.

103. Uma atuação compradora mais frequente em um intervalo de tempo mais curto poderia caracterizar uma manipulação de preços, mas não foi o que se observou neste caso.

104. Pelo exposto até aqui, concluo que o artifício descrito pela Acusação não tinha aptidão para alterar a cotação de CZRS4 e induzir terceiros a erro, o que seria suficiente para afastar a imputação de manipulação de mercado. Entretanto, convém apreciar os demais argumentos sobre os interesses supostamente ilícitos associados a tais operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

GRÁFICO 3 – CZRS4 - VARIAÇÃO DE PREÇOS DE FECHAMENTO x VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO

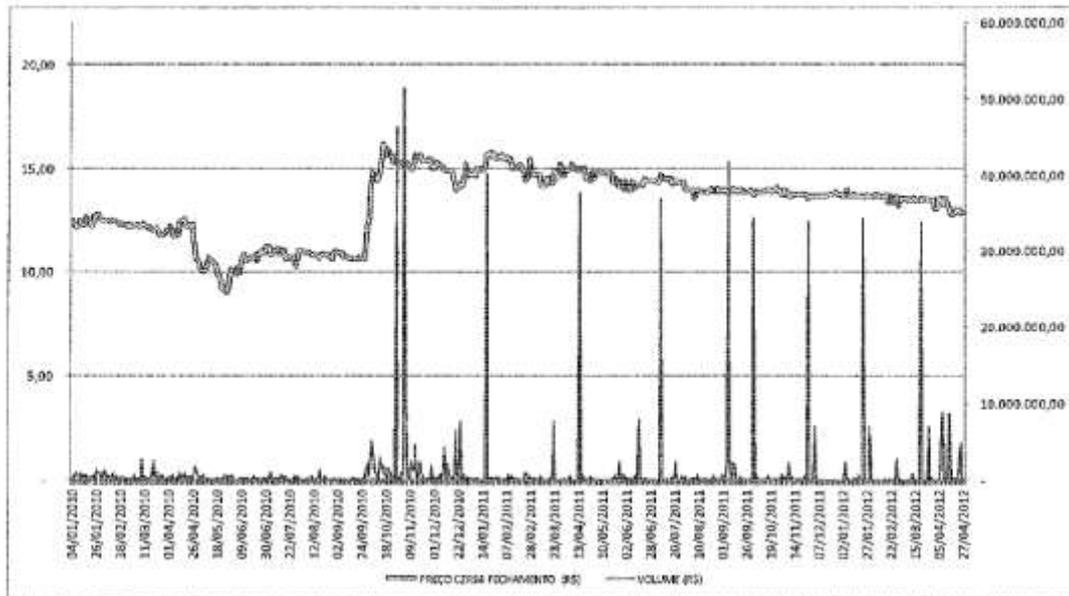


Figura 1. Variação de preços de fechamento de CZRS4 e volume financeiro negociado entre 4.1.2010 e 27.4.2012.

105. O mercado de capitais não pode ser utilizado para a realização de operações com interesses escusos, que possam influir no regular processo de formação de preços¹². A distinção entre uma negociação lícita ou ilícita de grande quantidade se pauta principalmente pelos motivos para a realização das operações.

106. A CVM já analisou um caso de manipulação de preços em leilão de fechamento ao julgar o PAS SP2001/0236 em 19.7.2004, relatado pelo Diretor Eli Loria. Na ocasião, o Banco Santander alegou que estava realizando uma operação de *cash and*

¹² De acordo com a lição de Alexandre dos Santos Pinheiro, Fabio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch (*Mercado de Capitais: Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 106-107): “As condições de regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários devem ser preservadas por diversas razões: quer pelo fato de serem canalizadas para o mercado as poupanças dos investidores, quer por existir uma relação entre a visibilidade do empreendedor emitente e o interesse gerado pelos seus ativos negociados no mercado, quer ainda pelo fato de a operação bursátil em si mesma, por exemplo, gerar informação para os investidores acerca das quantidades, preços e tendências de mercado. Ademais, os preços que se formam nas operações realizadas em mercados regulamentados de valores mobiliários são preços públicos de referência, utilizados em diversas decisões públicas e privadas. Se a negociação ocorrer com respeito ao livre jogo da oferta e da procura, as tendências de mercado que se formam são reais. Caso contrário, poderão ser artificiais e induzir em erro investidores, empreendedores, reguladores e, até mesmo, governos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

carry com venda de ações do Ibovespa e compra de contratos futuros do índice, mas tal alegação não foi acolhida em razão da análise das posições efetivamente detidas pelo banco, as quais revelara que o intuito da manipulação era depreciar os preços das ações que compunham o Ibovespa – com venda superior ao necessário para equilibrar a posição no mercado futuro – para auferir lucro em posição vendida detida em contratos futuros de Ibovespa e opções flexíveis sobre contrato futuro de Ibovespa. Ou seja, os objetivos declarados pelos acusados não foram condizentes com os fatos apurados.

107. Um caso com uma situação bastante semelhante à do presente PAS diz respeito ao PAS RJ2004/0210¹³, quando ações da SERGEN S/A, de baixíssima liquidez, registraram valorização de 68,91% no período compreendido entre janeiro de 2000 e abril de 2001, em razão da operação de um grupo de comitentes entre si de modo a viabilizar a rolagem de contratos a termo sem desembolso de recursos. O fator determinante para a condenação pelo Colegiado da CVM foi o fato de que houve expressiva variação dos preços durante o período da rolagem dos contratos a termo. Do voto do Diretor Relator Sergio Weguelin, destaco o seguinte trecho:

19. Destaco que a alegação de que o papel negociado tinha mercado restrito e de manifesta iliquidez, em vez de beneficiar os acusados, antes disso os condena e intensifica a sua responsabilidade. Sim, pois só demonstra que a atuação dos envolvidos era, nesse contexto, capaz de influenciar os agentes do mercado, agravando assim a sua responsabilidade pela formação artificial de preços. Além disso, sendo o mercado ilíquido, é evidente que as operações – ocorridas com o único fim de propiciar financiamentos – criavam uma falsa ideia de liquidez para os investidores, podendo induzi-los a adquirir o papel, confiantes numa possível saída futura via mercado.

20. É plenamente possível que, durante todo o período examinado, investidores tenham desavisadamente considerado verdadeiras a reiterada valorização das ações da SERGEN S/A, a pretensa liquidez decorrente do volume de negociações entre as partes relacionadas, enfim, elementos artificiais que não representavam um mercado real, mas apenas um mercado artificial e arbitrário.

108. No PAS RJ2004/2132¹⁴, também envolvendo manipulação de preço de ações mediante a elevação das cotações no mercado à vista com a finalidade de viabilizar a renovação de contrato a termo, a condenação foi determinada sobretudo pelo comportamento dos preços após a cessação da intervenção do manipulador:

¹³ PAS RJ2004/0210, Rel. Dir. Sergio Weguelin, j. 29.3.2006.

¹⁴ PAS RJ2004/2131, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 19.1.2005.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

15. Como ficou nitidamente comprovado no presente caso, a elevação das cotações, portanto, não resultaram das forças normais do mercado mas da atuação de um único investidor em prejuízo dos demais participantes que nesse período venderam ou compraram o papel a preços que não refletiam o seu valor real. Isso ficou evidente com a queda sofrida pelo papel assim que o acusado deixou de atuar após a rolagem do termo.

109. Tal elevação de preços não se verificou no caso das ações de emissão do BCS. Tampouco foi demonstrado que havia uma tendência de baixa ou sequer uma “pressão vendedora” que teria sido neutralizada ou contida pelas operações realizadas nos leilões em que era realizada a rolagem dos contratos a termo.

110. Nesse ponto, cabe apreciar a tese acusatória de que as operações careceriam de fundamentação econômica e que teriam sido realizadas a pedido e em benefício dos controladores do BCS com a finalidade de manter os preços em patamar estável – a desvalorização seria ruim para a companhia – e diminuir o patrimônio do banco em função de inadimplemento premeditado.

111. Não há nos autos prova de que o prejuízo de R\$ 47 milhões tenha sido, de fato, suportado pelo BCS em razão do inadimplemento dos contratos a termo. Há, na verdade, contra indícios à tese acusatória.

112. O Relatório de Auditoria RO 01/2012 descreve um *modus operandi* (fl. 1.694-1.695) que não foi confirmado pela Comissão de Inquérito. O referido relatório menciona operações no mercado de “aluguel” de ações para viabilizar as Operações de Caixa e que a execução de garantias do BCS se daria não pelo inadimplemento dos contratos a termo, como afirma a Acusação, mas pela falha na entrega das ações alugadas. Não há nenhuma menção a aluguel de ações ou a falha na entrega de ações alugadas no Relatório de Inquérito.

113. Ainda, o RO 01/2012 traz a seguinte afirmação, que é contraditória à anterior a respeito de garantias para entrega no mercado de aluguel de ações: “Para dar suporte aos clientes desse grupo junto à BM&F, o BCSUL emitiu o valor de R\$ 47.055.000,00 em carta de fiança para bancar a liquidação futura dos termos. Somente a fiança de R\$ 2.025.000,00 foi executada”.

114. O relatório prossegue indicando um prejuízo de R\$ 37.073.000,00 pelo inadimplemento de um box flexível envolvendo um fundo de investimento no qual o BCS era cotista exclusivo, que teria sido lesado por dois comitentes não acusados neste PAS e por Guilherme Otero, que teria deixado de pagar R\$ 30.553.000,00.

115. Nota-se, contudo, que Guilherme Otero estava comprado a termo em 625.000 ações a partir de 27.10.2010, tendo recebido um fluxo de caixa na montagem da operação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

no montante de R\$ 9.843.750,00, um valor que não corresponde ao débito indicado. Ainda, o relatório resume as pendências financeiras na data-base de 30.7.2012, incluindo, dentre os acusados deste PAS, apenas Guilherme Otero, que devia um valor de R\$ 155.864,48.

116. Desse modo, nada se pode concluir, a partir do Relatório RO 01/2012 a respeito dos financiamentos obtidos pelos acusados, de sua quitação ou não e do efetivo prejuízo causado ao BCS. Não há clareza sobre o financiamento aos clientes do BCS ter se dado via mercado a termo, via linha de crédito com disponibilização dos recursos na conta bancária (e em que datas os recursos teriam sido disponibilizados), no depósito de garantias nem como os recursos poderiam ter sido utilizados nas rolagens das operações a termo.

117. Ainda, Afonso Burlamaqui e Armando Burlamaqui quitaram seus débitos com o BCS em abril de 2012 (fl. 2.163 e 2.187). Álvaro Otero afirmou não constar da lista de devedores do BCS (fl. 2.039). Guilherme Otero apresentou documentação comprobatória de quitação de seus débitos em 21.5.2013 (fls. 2.218-2.239).

118. Afonso Burlamaqui indicou que, ao contrário do afirmado pela Acusação sobre a incompatibilidade entre seu patrimônio e o valor financiado no mercado a termo, a atualização dos valores constantes de sua declaração de imposto de renda mostram que o endividamento seria da ordem de apenas 2% do seu patrimônio líquido corrigido. Portanto, não seria possível falar em um endividamento acima do patrimônio por ele detido.

119. Deve-se mencionar que os acusados sofreram prejuízos nas rolagens dos contratos a termo. A ausência de “pressão vendedora” nas ações de emissão do BCS no período sinaliza que o mercado não estava pessimista – estava, no mínimo, indiferente – com relação às perspectivas do banco e me parece plausível a alegação de que havia informações positivas para o curto prazo, com captação de recursos para fazer frente à expansão da carteira de crédito consignado, e, por esta razão, os acusados decidiram manter as operações a termo ao longo do período, enquanto fossem financiados para tanto, dada a sua relação com os controladores do BCS.

120. Com respeito ao auxílio prestado pelos acusados nas operações de *swap*, entendo ser irrelevante sua atuação na contraparte do Banco Modal, uma vez que *venderam* ações que detinham, sem nenhuma relação com sua posição no mercado a termo. No limite, tais negócios apontam para uma *atuação conjunta*, a qual entendo ter sido caracterizada, porém não como *ilícita*, não sendo possível confirmar que perseguiram os objetivos apontados pela Acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

121. Devo ressaltar que a exclusão de Guilherme Otero no processo criminal não afeta esta decisão porque sua absolvição sumária do crime de associação criminosa decorreu da sua inclusão indevida pelo MPF na denúncia, uma vez que seu nome não constava em um dos relatórios de auditoria elaborados a pedido do FGC envolvendo fraudes com fundos de investimento em participação.

122. Seu nome consta, porém, do já mencionado RO 01/2012, que descreve as operações supostamente irregulares na Bolsa e a acusação do crime de manipulação de mercado subsiste e ainda pode restar caracterizada, após a instrução penal, sua participação em concurso com os demais na prática do delito proibido pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

123. Em síntese, os acusados devem ser absolvidos com relação à acusação de manipulação de mercado no período compreendido entre 27.10.2010 e 4.6.2012 porque:

- a) As operações a termo não foram aptas a manter os preços de CZRS4 em patamares artificiais;
- b) As interferências nos leilões não se deram de forma reiterada e sistemática e tampouco tiveram impacto relevante nos preços;
- c) As afirmações contidas no relatório de auditoria elaborado a pedido do FGC se mostraram incoerentes e não foram confirmadas pelos dados levantados pela Acusação;
- d) Não restou claro o modo pelo qual eventuais financiamentos – que não aquele obtido pelas Operações de Caixa – teriam sido utilizados pelos acusados nem que estes, de fato, deixaram de honrar estes financiamentos;
- e) Não houve prova do prejuízo causado ao BCS, mas houve prova de que os empréstimos contraídos pelos acusados foram quitados;
- f) Os valores eram compatíveis com o patrimônio pessoal dos acusados e seu perfil de investimento;
- g) Os acusados incorreram em prejuízo nas rolagens dos contratos a termo;
- h) Era plausível a racionalidade econômica para a manutenção das posições compradas a termo ao longo do período.

IV. CONCLUSÃO

124. Na dosimetria da pena, devem ser consideradas a gravidade das condutas e a ausência de bons antecedentes dos acusados em processos sancionadores na CVM. Foram



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

encontrados antecedentes de condenação em processos sancionadores apenas para Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa, como mostra a tabela a seguir:

Acusado	PAS	Objeto	Condenação
Luis Felipe Índio da Costa	SP2010/0178	Irregularidades reiteradas no registro de ordens de operação no mercado de valores mobiliários e uso de prática não equitativa.	Multa de R\$200.000,00. Decisão transitada em julgado em 24.05.2017.
	21/2010	Ocorrência de irregularidades em negócios no mercado de contratos futuros na BM&F no período de janeiro de 2003 a dezembro de 2005.	Multa de R\$300.000,00 pelo não cumprimento do dever de diligência. Decisão sujeita a recurso.
	RJ2014/12081	Operação fraudulenta.	Inabilitação temporária pelo prazo de 120 meses para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM. Aguardando julgamento de recurso ao CRSFN.
Luis Octavio Índio da Costa	RJ2012/3168	Não publicação tempestiva de fato relevante.	Multa de R\$300.000,00. Decisão transitada em julgado em 23.02.2016.
	07/2012	Falta de dever de diligência e fiscalização.	Multa de R\$225.000,00. Decisão transitada em julgado em 28.05.2019.
	21/2010	Ocorrência de irregularidades em negócios no mercado de contratos futuros na BM&F no período de janeiro de 2003 a dezembro de 2005.	Multa de R\$500.000,00 por criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários. Decisão sujeita a recurso.
	21/2010	Ocorrência de irregularidades em negócios no mercado de contratos futuros na BM&F no período de janeiro de 2003 a dezembro de 2005.	Multa de R\$3.013.824,99 por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Decisão sujeita a recurso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

	RJ2014/12081	Prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.	Inabilitação temporária pelo prazo de 120 meses para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM. Aguardando julgamento de recurso ao CRSFN.
--	--------------	--	--

Tabela 5. Antecedentes dos acusados em processos na CVM.

125. Dada a dificuldade de se aferir um benefício mensurável em casos de manipulação de preços, este Colegiado tem adotado diversos critérios para definir a multa a ser aplicada. No PAS SP2001/0236, aplicou-se multa no valor máximo à época, de R\$ 500.000,00 pela interferência no leilão de fechamento de ações que compunham o índice Ibovespa.

126. No julgamento do PAS RJ2004/2132 e do PAS RJ2004/0210, que envolveram manipulação de preços e rolagem de contratos a termo, foram aplicadas multas de R\$ 10.000,00 independente do volume negociado.

127. Não se pode aferir qual teria sido a remuneração do BCS no Contrato de Swap se não tivesse ocorrido a manipulação de preços, de modo que não há como calcular o benefício auferido pelos controladores do banco e por Afonso Burlamaqui.

128. Já o ganho de André Rotta e o de Paulo de Mingo até mesmo pode ser calculado com base no encerramento de suas posições (respectivamente, itens 51 e 40 deste Voto). No entanto, entendo que o critério mais adequado seria o de aplicar a pena máxima para os controladores do BCS e aplicar uma pena menor para os demais comitentes que contribuíram para a elevação artificial dos preços.

129. Por todo o exposto, voto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976 nos seguintes termos:

- a) Pela **absolvição** de **Afonso Burlamaqui** da acusação de manipulação de preços, em infração ao inciso I c/c II, alínea “b” da Instrução CVM nº 8/1979 no tocante às operações realizadas entre 29.9.2010 e 14.10.2010;
- b) Pela **condenação** dos seguintes acusados por manipulação de preços, em infração ao inciso I c/c II, alínea “b” da Instrução CVM nº 8/1979 no tocante às operações realizadas entre 29.9.2010 e 14.10.2010:
 - i) **André Rotta** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 400.000,00;**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

- ii) **Paulo de Mingo** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 400.000,00;**
 - iii) **Luis Felipe Índio da Costa** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 500.000,00;**
 - iv) **Luis Octavio Índio da Costa** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 500.000,00.**
- c) Pela **absolvição** de **Afonso Burlamaqui, Armando Burlamaqui, Álvaro Otero, Guilherme Otero, Luis Felipe Índio da Costa e Luis Octavio Índio da Costa** da acusação de manipulação de preços, em infração ao inciso I c/c II, alínea “b” da Instrução CVM nº 8/1979 no tocante às operações realizadas entre 27.10.2010 e 4.6.2012.

130. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício no 182/2016/CVM/SGE (fl. 1.910), para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2019.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

DIRETOR RELATOR