



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 14/2010

Reg. Col. 9.575/15

Acusados:

Ágora CTVM S.A.
Alexandre Antônio Leite de Oliveira Ponsirenas
Altair Alves Pinto
Álvaro Guilherme Monteiro Barbosa
André Freire Mamed
Antonio Alves de Lima
Bóris Guiomar Sauer
César Bonatto Retzlaff
Cláudio Marcos Arena
Cristiane Coelho
Dário Pereira Ramos
Eduardo José de Moraes Barros
Elsó Martins Junior
Elton Ughini
Eric Davy Bello
Euclides Bolini Junior
Fabiano Roque Mattos
Geraldo Pereira Júnior
Hugo César Figueiredo
Ingo Krause Junior
Jayme Pereira Mello
José Everaldo Rebello Morelli
José Oswaldo Morales Junior
Laurinha Okamura de Almeida
Life Peers Partners Comércio e Serviços Ltda.
Luiz Ataranto Martins
Luiz Sérgio Von Gal de Almeida
Marcelo da Costa Porto
Marcelo Gagliardi
Marcos Antonio Urcino dos Santos
Marli Porazza Moreno
Maurício da Costa Porto
Novinvest CVM Ltda.
Olavo Oliveira Diniz
Pedro Sylvio Weil
Renato Lima Silva
Ricardo Miguel Stabile
Ricardo Siqueira Rodrigues
Sandro Rogério Lima Belo
Sandro Trindade Endler
SLW CVC Ltda.



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

www.cvm.gov.br

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79 no tipo descrito no inciso II, letra “d”, e violação do dever de diligência descrito no artigo 4º, parágrafo único, c/c arts. 6º, §2, e 8º, §2, todos da Instrução CVM nº 387/03.

Diretor Relator: Henrique Machado

VOTO

I. DO OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador conduzido pela SPS em conjunto com a PFE, com vistas a apuração de prática não equitativa conduzida a partir do direcionamento artificial de negócios realizados nos mercados futuros da BM&F com contratos futuros de índice Bovespa (ou IND) com o objetivo de beneficiar determinados comitentes em prejuízo da Fapa¹.

2. No caso concreto, a SMI verificou inicialmente que a Fundação incorreu em prejuízos de R\$14,7 milhões em Ajustes do Dia no período de junho de 2001 a junho de 2006, tendo verificado, após novas diligências, que a instituição continuou a enfrentar perdas da ordem de R\$7,6 milhões no período de 01.07.2006 a 31.12.2007. Foi verificado que os maiores prejuízos estavam concentrados nas operações intermediadas por três corretoras, SLW, Novinvest e Ágora, nas quais a Fapa sofreu prejuízos da ordem de R\$13,4 milhões, R\$8,3 milhões e R\$1,9 milhões², respectivamente.

3. Diante dessa constatação, foi instaurado inquérito administrativo a fim de investigar a existência do ilícito de prática não equitativa e os possíveis envolvidos, tanto no âmbito da Fundação como nas três corretoras citadas, cujas conclusões foram consubstanciadas no relatório de inquérito e serão analisadas ao longo deste voto. Antes de analisar o mérito das acusações, passo a tratar das preliminares arguidas pelos acusados.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula referenciados no presente voto e que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o acompanha.

² Valores aproximados e detalhados na tabela 5 constante do relatório anexo a este voto e do relatório de inquérito às fls. 5.224. Com relação à SLW e à Novinvest, foram consideradas as operações realizadas pela Fapa entre 2002 e 2008, enquanto que na Ágora foram selecionadas as operações realizadas no período de 2002 a 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

www.cvm.gov.br

II. PRELIMINARES

II.1. PRESCRIÇÃO

4. A grande maioria dos acusados suscitou as prescrições quinquenal e intercorrente previstas na Lei nº 9.873/99, art. 1º e §1º, respectivamente. O art. 1º da referida lei estabelece que prescreve em cinco anos a ação punitiva da administração para apurar infração à legislação em vigor, trazendo uma lista de atos e fatos aptos a interromper o transcurso do prazo, dentre eles, a “*notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital*” e “*qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato*”.

5. Ato inequívoco que importe apuração do fato, conforme posicionamento consolidado desta Autarquia, não é limitado ao ato que instaura o processo administrativo sancionador³, abrangendo quaisquer atos destinados à apuração dos fatos supostamente irregulares, independentemente da ciência do investigado⁴. Trata-se, portanto, de “*ato administrativo documentado, cuja existência seja indubitosa, e que tenha o objetivo claro de dar impulso ao processo administrativo de investigação*”⁵.

6. No caso dos autos, antes da instauração do processo sancionador houve vários atos que ensejaram a interrupção da prescrição quinquenal, prazo que, conforme precedentes desta casa, pode ser interrompido várias vezes, tais como o Relatório de Análise nº 032/06 elaborado pela GMA-2 em 06.09.2006, no qual foi proposta a abertura de inquérito, complementado pelo MEMO/CVM/GMA-2/nº 008/08, de 12.02.2008 (fls. 25-30), além da própria instauração do inquérito em 17.06.2010⁶ e de seu relatório, concluído em 19.03.2014 (fls. 5212-5344).

7. Já na fase sancionadora⁷, os acusados foram citados para apresentarem defesa entre 27.03.2014 e 16.07.2014, além de terem sido analisadas propostas de termo de compromisso feitas pelos acusados Altair Pinto, Cesar Bonatto, Claudio Arena, Fabiano Mattos, Hugo Figueiredo,

³ Exemplificativamente, PAS CVM 22/1994, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.04.2004; PAS CVM RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. 31.10.2006; PAS CVM RJ2015/5002, Rel. Dir. Roberto Tadeu, j. 15.03.2016; PAS CVM 01/2011, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 27.02.2018; PAS CVM 18/2013, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 08.05.2018, PAS CVM RJ2014/2426, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 12.07.2018; PAS CVM 16/2010, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 26.02.2019; PAS CVM 21/2010, Rel. Dir. Carlos Rebello, j. 15.10.2019.

⁴ Nesse sentido foi a decisão proferida pela juíza MM. Juíza da 14ª Vara Federal do Rio de Janeiro ao indeferir pedido de antecipação de tutela que buscava suspender processo sancionador instaurado pela CVM: “O citado art. 2º, II, da Lei nº 9.873/99 estabelece que se interrompe a prescrição ‘por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato’, não se exigindo o conhecimento pessoal da parte investigada. A menção ao pronome indefinido ‘qualquer’ denota a intenção do legislador em incluir como causa interruptiva da prescrição os atos, indiscriminadamente, destinados à apuração dos fatos supostamente irregulares, independente da ciência do interessado. Se o legislador quisesse condicionar a interrupção do prazo prescricional à prévia comunicação ao interessado da prática de um ato de investigação, teria estabelecido redação semelhante a do inciso ‘I’”.

⁵ Nos termos do voto proferido no âmbito do PAS CVM RJ2005/6924, Rel. Dir. Marcelo Trindade, julgado em 31.10.2006.

⁶ Por meio da Portaria/CVM/SGE/Nº 145 (fls. 01).

⁷ Nos termos do art. 21 da Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, “[c]onsidera-se instaurado o processo administrativo sancionador com a citação dos acusados para apresentação de defesa”.



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

www.cvm.gov.br

Pedro Weil, Ricardo Stabile, Sandro Lima Belo e SLW nas reuniões do Colegiado realizadas em 05.05.2015 e 15.12.2015⁸.

8. Considerando que o presente processo trata da análise de condutas vedadas pelo item I da Instrução CVM nº 08, de 08 de outubro de 1979, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, e que essas também consistem em crime⁹, aplicar-se-á ao presente caso, por força do disposto no §2º do art. 1º da Lei nº 9.873/99¹⁰, o prazo prescricional previsto na legislação penal, mais especificamente, o prazo de doze anos descrito no artigo 109, IV, do Código Penal, em razão da pena máxima prevista para o delito, oito anos.

9. A respeito do tema, convém destacar que, segundo o entendimento atual do STJ¹¹, a atração do regime penal de prescrição para a esfera administrativa dependeria tão somente do reconhecimento pela autoridade administrativa de que as condutas apuradas configuraram ilícito criminal e, por conseguinte, ensejam a comunicação do Ministério Público. Deixou-se de exigir, portanto, o recebimento da denúncia pelo juízo criminal, com a consequente instauração da ação penal¹².

10. No presente caso, a existência de indícios de crime foi comunicada ao *Parquet* em 20.05.2015, por meio do Ofício nº 49/2015/CVM/SGE. Deste modo, não resta dúvida quanto à aplicação do prazo prescricional previsto na legislação penal e, assim, quanto a não incidência da prescrição da ação punitiva da administração pública no presente processo. Neste ponto, faço referências as razões consignadas no voto que proferi por oportunidade do julgamento do PAS CVM nº 08/2016 e do PAS CVM nº 09/2016, em 16 de dezembro de 2019.

11. Com relação à prescrição intercorrente, que somente passa a incidir a partir da instauração do processo administrativo sancionador¹³, com a intimação dos acusados para

⁸ Em 15.12.2015, o Colegiado analisou o pedido de reconsideração quando a não aceitação das propostas de termo de compromisso apresentado por Pedro Weil e SLW.

⁹ Nos termos do art. 27-C a Lei nº 6.385/76, que, à época dos fatos, tinha a seguinte redação: “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em Bolsas de Valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros: Pena - reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

¹⁰ O referido parágrafo contém a seguinte previsão: “[q]uando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se-á pelo prazo previsto na lei penal.”

¹¹ EDv no EREsp nº 1656383/SC, 1ª Seção do STJ, DJ de 5.9.2018.

¹² Até a decisão da 1ª Seção do STJ, de 5.9.2018, prevalecia nos tribunais superiores o entendimento exarado pela 3ª Seção do Eg. STJ, no MS 14159/DF, sob a relatoria do Min. Napoleão Nunes Maia Filho, e publicada no DJ 10.02.2012.

¹³ Conforme precedentes da CVM (PAS CVM 22/1994, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, julg. em 15.4.2004; PAS CVM 11/2002, Rel. Dir. Luciana Dias, julg. em 26.2.2013; PAS CVM 08/2012, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 16.12.2014; PAS CVM 23/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 4.11.2014; PAS CVM RJ2010/3695, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 15.12.2015; PAS CVM 11/2013, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, julg. em 30.1.2018; PAS CVM RJ2003/2759, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 20.2.2018; PAS CVM 18/2013, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 8.5.2018) e do CRSFN (Acórdão CRSFN nº 11434/15, Recurso nº 11.411, 375ª Sessão, Cons. Rel. Bruno Meyerhof Salama, julg. em 27.1.2015; acórdão CRSFN nº 285/2017, Recurso nº 13.600, 403ª Sessão, Cons. Rel. Flávio Maia Fernandes Dos Santos, julg. em 27.6.2017).



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
www.cvm.gov.br

apresentação de defesas, que, como mencionado, ocorreu entre março e julho de 2014, verifica-se que houve atos aptos a interromper o prazo prescricional trienal, não tendo o processo jamais sido paralisado por mais de três anos.

12. Com efeito, após a designação da Diretora Luciana Dias como relatora do processo, em 02.12.2014 (fls. 7.413), houve a redistribuição do feito, por sorteio, para o Diretor Roberto Tadeu em 08.09.2015 (fls. 7.469), em função de licença maternidade e término de mandato da relatora. A seguir, em 26.07.2016, houve nova distribuição do processo, desta feita para minha relatoria (fls. 7.474), tendo em vista a minha nomeação para substituir a antiga relatora.

13. Conforme já me manifestei em algumas oportunidades¹⁴, prevalece no Colegiado desta CVM,¹⁵ e tem sido mantido pelo CRSFN,¹⁶ o entendimento de que tanto a designação de novo relator, pelo fim de seu mandato, quanto a redistribuição a novo diretor nomeado, configuram ato de impulsão do processo, aptos a interromper a prescrição intercorrente, não se tratando de mera “mudança de mesa”, mas, sim, dos encaminhamentos necessários ao desfecho do processo.¹⁷

14. Em reunião de 15.01.2019, já com o presente processo sob a minha relatoria, o Colegiado proferiu decisão saneadora, tendo analisado os inúmeros pedidos de produção de prova formulados pelos acusados, entre os quais, a realização de perícias técnicas, a oitiva de testemunhas e a requisição de novos documentos (fls. 7519-7524).

15. Verifica-se, portanto, que, desde a intimação dos acusados para apresentação de defesas e início da fase sancionadora, o feito não restou paralisado por mais de três anos, não havendo que se falar em prescrição intercorrente.

16. Pelos motivos acima expostos, rejeito as preliminares de incidência de prescrição quinquenal e intercorrente.

II.2. INÉPCIA DA ACUSAÇÃO

17. Marcelo Porto, Maurício Porto, Geraldo Pereira, Cristiane Coelho, Elso Martins e Luiz Ataranto sustentaram que a acusação seria inepta, pois não teria sido descrita e especificada a conduta dos acusados conforme exigido pela norma, não tendo sido provada, portanto, a materialidade das acusações como exige o art. 6º, II, da Deliberação CVM nº 538/08, tendo sido Marcelo Porto acusado somente pelo fato de ter atendido a Fapa na corretora SLW.

18. Renato Silva e Sandro Belo também alegaram inépcia da acusação, pois não teriam sido indicados os fatos que a fundamentaram e as provas da conduta dos acusados a fim de

¹⁴ PAS CVM nº RJ2013/2759, julgado em 20.02.2018; PAS CVM nº18/2013, julgado em 08.05.2018.

¹⁵ V. PAS CVM nº 08/2004, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 06.12.2012; PAS CVM nº 02/2011, Diretor-Relator Gustavo Borba, j. em 08.12.2015 e PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09.12.2015.

¹⁶ V. Acórdão CRSFN nº 411/2016, Recurso nº 14.448, 397ª Sessão, Conselheiro-Relator Antonio Augusto de Sá Freire Filho, j. em 29.11.2016.

¹⁷ V., quanto a isso, o voto do Conselheiro Marcos Martins Davidovich no Recurso nº 11.411, relativo ao PAS CVM nº 16/2002, iniciado na 371ª Sessão e finalizado na 375ª Sessão; e da Conselheira Adriana Cristina Dullius Britto no Recurso nº 11.408, relativo ao PAS CVM nº 16/2003, iniciado na 375ª Sessão e finalizado na 376ª Sessão.



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

www.cvm.gov.br

demonstrar a materialidade e autoria. Em virtude da alegada conexão com o PAS CVM nº 30/05, a defesa entendeu que a Acusação teria deixado de cumprir esse ponto quando afirmou que parte da relação de operações atribuídas aos acusados estaria excluída e relacionada em outro processo, pois deveriam ter sido descritas na acusação todas as operações com a devida comprovação.

19. Afasto a alegação dos acusados, pois entendo estarem presentes na peça acusatória todos os elementos necessários à compreensão do ilícito imputado aos defendentes e, por conseguinte, ao exercício do seu direito de defesa, tendo sido indicadas as condutas dos acusados e os elementos de autoria e materialidade considerados pela Acusação suficientes para a instauração deste processo sancionador.

20. Quanto à alegada conexão com o PAS CVM nº 30/05, esta preliminar será analisada em detalhes no item a seguir e, no tocante à alegação de que a acusação teria sido falha ao não relacionar todas as operações excluídas, não vislumbro nenhum prejuízo nesse caso, pois as operações analisadas no âmbito dos PAS CVM nº 30/05 e nº 13/05 foram detalhadas nos respectivos processos, tratando-se de pouquíssimos pregões em comparação ao presente caso.

21. Além disso, constam dos autos deste processo todas as informações utilizadas pela Acusação para embasar não só o mérito da imputação em si como os cálculos dos benefícios auferidos, sendo certo que todos os acusados estavam de posse de todos os elementos necessários para servir de suporte às suas defesas e eventuais contestações de valores, se assim entendessem, o que não ocorreu.

22. Pelos motivos expostos, afasto a preliminar arguida.

II.3. BIS IN IDEM

23. Ainda em sede preliminar, convém enfrentar a alegação de Renato Lima, Sandro Belo, Novinvest e Ricardo Rodrigues de ocorrência de *bis in idem*, em vista da apuração conduzida no âmbito do PAS CVM nº 30/05 e do nº 13/05, nos quais também figuraram como acusados pela prática de irregularidades supostamente similares às descritas no presente processo.

24. Como exposto em precedentes do Colegiado¹⁸, no âmbito dos processos administrativos, a vedação à dupla apenação (*non bis in idem*) tem natureza constitucional e encontra respaldo direto também no art. 2º, *caput*, da Lei nº 9.784/99¹⁹. Sua caracterização pressupõe a identidade (i) de sujeitos; (ii) fática; e (iii) de fundamentos jurídicos.

¹⁸ PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 23.9.2014; PAS CVM nº 06/2012, Rel. Dir. Gustavo Borba, julg. em 20.8.2018; PAS CVM nº 21/2010, Rel. Dir. Carlos Rebello, julg. em 15.10.2019.

¹⁹ “Art. 2º. A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.”



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

www.cvm.gov.br

25. Em relação à Novinvest, verifica-se que a infração a ela imputada no presente PAS – qual seja, violação ao art. 4º, parágrafo único, ao art. 6º, §2º, e ao art. 8º, §2º, da Instrução CVM nº 387/03 – é distinta daquelas apreciadas no âmbito do PAS CVM nº 13/05 e 30/05.
26. No primeiro precedente, a corretora foi acusada de participar do esquema investigado e incorrer nos ilícitos de operação fraudulenta e uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, ao passo que, no segundo caso, imputou-se à Novinvest violação ao art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 e ao art. 3º da Instrução CVM nº 387/03. Ausente, portanto, a identidade de fundamentos jurídicos entre este processo e os precedentes referenciados pela acusada.
27. Quanto aos demais acusados, verifica-se, de início, o preenchimento de dois dos elementos necessários ao reconhecimento do *bis in idem*, haja vista que Renato Lima, Sandro Belo e Ricardo Rodrigues²⁰ foram acusados no âmbito do PAS CVM nº 13/05 e, no caso desse último acusado, também no âmbito do PAS CVM nº 30/05 pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.
28. Cumpre, portanto, examinar se os fatos que ensejaram as respectivas acusações são idênticos.
29. A esse respeito, há que se reconhecer que tanto o presente processo quanto os precedentes mencionados têm por objeto a apuração de irregularidades em operações realizadas no mercado futuro de IND por intermédio da Novinvest, nas quais restou configurado, dentre outras irregularidades, o ilícito descrito na alínea “d”, do item II, da Instrução CVM nº 08/79.
30. As acusações diferem-se, entretanto, em razão da diversidade de comitente prejudicado pelo direcionamento artificial de negócios. Tal como exposto inicialmente, no presente caso, figurou como “segurador” das operações realizadas no mercado futuro a Fapa, ao passo que no PAS CVM nº 13/05 e no nº 30/05 tal papel foi desempenhado pela Prece e pela Refer, respectivamente.
31. Em que pese a aproximação entre os esquemas investigados, a apuração em autos apartados decorre de opção investigativa legítima, em consonância à exigência constitucional de eficiência administrativa, conforme já reconhecido em precedente do Colegiado²¹, e não importa, por si só, em violação ao princípio do *non bis in idem*.

²⁰ No âmbito do PAS 30/05, Ricardo Rodrigues foi acusado tanto na qualidade de comitente beneficiário das operações irregulares como também na qualidade de operador responsável pela filial da Novinvest no Rio de Janeiro. Já no âmbito do PAS 13/05, foi acusado por ter se beneficiado de operações em que restou configurado o direcionamento artificial de ordens.

²¹ Nesse sentido, convém reproduzir trecho do voto proferido pela Diretora Relatora Ana Novaes no âmbito do PAS CVM nº 09/2006, julg. em 5.3.2013: “(...) não há nada de ilegal no fato de esta Autarquia optar pelo desmembramento de processos, notadamente quando, em relação a determinados fatos, já existirem elementos suficientes de autoria e materialidade e, para outros, se mostrar necessária a adoção de outras providências investigatórias. (...). Trata-se de medida que, além de tornar concreta a exigência constitucional de eficiência administrativa, também aplica, na prática, o princípio da celeridade processual, sem desprezitar, em nada, as garantias constitucionais dos dependentes”.



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

www.cvm.gov.br

32. Há que se ressaltar que, para além da entidade prejudicada, o recorte temporal do presente processo também é distinto dos demais, visto que as investigações englobaram todo o período em que a Fapa operou por intermédio da Novinvest, isto é, de 25.11.2002 a 16.09.2008. Já os PAS CVM nº 13/05 e nº 30/05 se limitaram a analisar as operações intermediadas por essa corretora no período de outubro de 2002 a abril de 2004²². Nota-se, portanto, que há uma sobreposição das operações analisadas apenas em relação aos exercícios de 2002 a 2004.

33. Tal fato não foi ignorado pela Acusação, a qual consignou expressamente no relatório de inquérito não terem sido analisadas no presente processo as operações realizadas em nome de Eric Bello, Renato Lima e Sandro Belo que já foram objeto de investigação no âmbito do PAS CVM nº 30/05²³.

34. Da mesma forma, no âmbito do inquérito administrativo que deu origem ao referido PAS, a área técnica ressaltou que, a despeito da existência de indícios de que o esquema investigado teria sido conduzido também em detrimento de outras entidades de previdência complementar, notadamente a Fapa, a apuração de tais irregularidades estaria sendo conduzida em procedimento distinto, o Processo CVM nº SP2006/0122.

35. Em relação a Ricardo Rodrigues, verifica-se que, no presente caso, propôs-se a responsabilização do acusado “*por ter concorrido para a realização das práticas não equitativas (...) que tiveram como beneficiários os comitentes Eric Bello, Álvaro Barbosa, Sandro Belo, Marcos Urcino e Altair Pinto*”. Isto é, Ricardo Rodrigues não foi acusado por operações irregulares realizadas em seu próprio nome, mas tão somente pela sua atuação como assessor dos comitentes beneficiários.

36. Ainda que no âmbito do PAS CVM nº 30/05 o acusado tenha sido responsabilizado “*na qualidade de operador responsável pela filial da corretora Novinvest no Rio de Janeiro*”, a penalidade aplicada a Ricardo Rodrigues naquela oportunidade, equivalente a cinquenta por cento do montante das operações irregulares intermediadas por esta corretora, não considerou os negócios investigados no presente caso, haja vista as considerações expostas no item 33 acima e o fato de que, naquele processo, foram identificados, ainda, outros comitentes beneficiários.

37. Assegura-se, portanto, que, em caso de eventual condenação destes acusados no presente processo, as operações irregulares executadas não serão duplamente consideradas para fins de aplicação de penalidade.

38. Por estas razões, não vislumbro qualquer impeditivo a apuração da responsabilidade de Renato Lima, Sandro Belo e Ricardo Rodrigues no presente PAS.

²² Especificamente, no âmbito do PAS 13/05, as operações intermediadas pela Novinvest ocorreram de outubro de 2002 a julho de 2003. Por sua vez, no âmbito do PAS 30/05, consideraram-se os negócios executados por esta corretora no período de dezembro de 2003 a abril de 2004.

²³ Segundo a nota de rodapé nº 45 do relatório, “*em relação aos comitentes Eric Bello, Renato Lima e Sandro Belo, acusados no IA CVM nº 30/2005, não estão incluídas as operações que já foram objeto de investigação nesse Inquérito, de modo a não haver bis in idem*”.



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

www.cvm.gov.br

39. Ricardo Stabile alegou a existência de processo anterior envolvendo mesmo período e imputação, pois teria sido acusado no PAS n° SP2007/0113, na qualidade de diretor responsável pelo cumprimento da Instrução CVM n° 387/03, em alegada violação ao mesmo parágrafo único do art. 4 da referida Instrução, em virtude de uma suposta falta do seu dever de diligência no registro das ordens entre setembro e outubro de 2004, tendo sido celebrado termo de compromisso. Alegou que o sequenciamento de processos referentes aos mesmos fatos e períodos não poderia ser “*considerada uma política regulatória adequada*”.

40. Não merece prosperar o argumento trazido pelo acusado. Como o próprio defendente ressaltou, não se trata tecnicamente de *bis in idem*. Além disso, verifica-se que não há identidade fática entre os processos, um dos requisitos para a caracterização do *bis in idem*, uma vez que o processo citado pelo acusado tinha por objeto a análise do ilícito de práticas não equitativas em relação a um curtíssimo período de tempo (24.09.2004 a 19.10.2004), com foco em dois comitentes em especial, sendo o objeto do presente processo muito mais amplo sob o aspecto temporal, já que engloba as operações realizadas de setembro de 2003 a novembro de 2005, motivo pelo qual rejeito a preliminar.

II.4. CERCEAMENTO DE DEFESA

41. Alguns acusados alegaram cerceamento ao direito de defesa com fundamentos diversos, a saber: (i) a ausência de folhas nos autos que não teriam sido disponibilizadas, o que implicaria, na visão da defesa, infração à legislação aplicável, motivo pelo qual deveria ser reconhecida a nulidade do processo ou, subsidiariamente, determinada a devolução dos autos à área de origem para suprir essa suposta irregularidade; (ii) o longo período decorrido desde as operações supostamente irregulares dificultaria a produção de contraprovas a subsidiar as razões de defesa dos acusados, especialmente considerando a inexistência de dever legal de guarda de registros e documentos por período superior a cinco anos; (iii) a Acusação não teria indicado a fonte das informações integrantes do relatório de inquérito, o que impossibilitaria por completo a defesa, tendo afirmado ainda que as informações ali contidas não refletiriam a realidade do que teria ocorrido; (iv) insuficiência de provas e ausência da remissão expressa às provas existentes no processo, o que constituiria cerceamento de defesa e, principalmente, inépcia do relatório com base na Deliberação CVM n° 538/08; (v) convocação de determinado acusado para prestar declarações sem ter sido informado que estaria sendo ouvido pela Acusação na qualidade de suspeito ou acusado e tampouco que suas declarações poderiam ser utilizadas contra ele.

42. Em primeiro lugar, ressalta-se que a Acusação é baseada nos documentos constantes dos autos do processo sancionador, integralmente disponibilizado aos acusados para que possam ter subsídios para preparar suas defesas. O fato de a área técnica deixar de incluir documentos contidos no processo administrativo de origem em nada representa para o acusado cerceamento de defesa ou ofensa a qualquer outro direito. Nesse sentido, como já tive oportunidade de ressaltar²⁴,

²⁴ Despacho acerca de pedidos de produção de provas referente ao PAS CVM n° RJ2013/8880.



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

www.cvm.gov.br

os acusados não se defendem de fatos e documentos contidos em processos preliminares de apuração da CVM e sim nos limites da acusação formulada pela área técnica no âmbito do processo sancionador.

43. Quanto ao longo período decorrido, a suposta dificuldade alegada por certos acusados em produzir provas em seu favor não se confunde com cerceamento ao direito de defesa, o qual pressupõe a atuação da CVM no sentido de obstaculizar a produção de provas pelos acusados, o que não ocorreu²⁵.

44. Em respeito aos princípios da ampla defesa e do contraditório, todos os acusados tiveram a oportunidade de apresentar seus argumentos de defesa, tendo tido acesso a todos os documentos utilizados pela Acusação compilados em mais de 7.000 folhas de processo, além de diversos CDs contendo documentos referentes às operações realizadas, provas mais do que suficientes para formar o juízo acusatório, ao contrário do que suscitaram certos acusados.

45. Além desse vasto conjunto probatório diligentemente colhido e analisado pela Acusação, é facultado aos acusados formular pedidos de diligências que serão avaliados pelo relator do processo. No presente caso, determinados acusados formularam pedidos os quais foram apreciados em decisão do Colegiado de 15.01.2019, entretanto, decidiu-se, por unanimidade, pelo indeferimento dos pedidos, uma vez que se concluiu que as diligências requeridas eram desnecessárias e infrutíferas e, em alguns casos, os pedidos formulados eram genéricos e injustificados.

46. Pelo exposto, verifica-se que foram reunidos todos os elementos necessários à análise das operações tidas como irregulares pela Acusação, estando contido no processo um vasto conjunto probatório composto, além de outros documentos, de todos os dados relativos às operações realizadas nos segmentos Bovespa e BM&F, obtidos a partir das respostas aos ofícios enviados pela CVM aos acusados, à BM&F e à BSM.

47. Com base nessas informações a Acusação preparou as diversas tabelas constantes do relatório de inquérito, sendo descabida a alegação de alguns acusados no sentido de que tais dados não representariam a realidade, pois ausente qualquer indicativo a levantar dúvida quanto à sua veracidade e legitimidade, além do fato de os atos administrativos gozarem de presunção de legitimidade e veracidade.

48. Acerca da matéria, ao proferir despacho sobre pedidos de produção de prova no âmbito do PAS CVM RJ2013/8880 em 12.02.2019, consignei que *“que não se pode retirar a presunção de veracidade e legitimidade inerente a documentos e provas produzidas por autoridade administrativa sem que se produza uma contraprova que coloque em dúvida a validade e eficácia da prova acusatória”*.

²⁵ V. voto proferido pelo Dir. Alessandro Broedel no PAS CVM nº 18/2008 j. em 14.12.2010 e a manifestação do Dir. Gustavo Borba no âmbito do PAS 06/2012, j. em 20.08.2018.



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

www.cvm.gov.br

49. Melhor sorte não assiste ao argumento de que teria havido cerceamento do direito de defesa de acusados convocados para prestar depoimento, pois não teriam sido alertados que estavam sendo ouvidos na qualidade de suspeito na fase investigativa e, portanto, alguns não teriam contado com a presença de advogados.

50. Como se sabe, a fase pré-sancionadora possui caráter investigativo, sendo a coleta de provas intrínseca à natureza do procedimento em benefício da efetividade da fiscalização, destacadamente quando não há sequer convicção formada pela Administração Pública quanto à ocorrência de infrações administrativas e à autoria, não cabendo exigir-se necessariamente, naquela fase, a indicação expressa dos eventuais e futuros acusados. Mais do que isso, conforme entendimento do STF:

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento consubstancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa. (RE 304.857/RJ, Relator Min. Marco Aurélio, DJE 05.02.2010).

51. Portanto, não há que se falar em cerceamento do direito de defesa ou qualquer outro tipo de violação aos direitos de ampla defesa e contraditório dos acusados, pelo que rejeito a preliminar arguida.

II.5. EXTRAPOLAÇÃO DO PERÍODO INVESTIGADO

52. Segundo alegado em defesa, a Acusação teria excedido seus poderes ao extrapolar o período investigado e incluir o ano de 2008, uma vez que tanto as manifestações técnicas da GMA-2 quanto a Portaria/CVM/SGE/nº 145, de 17.06.2010 teriam delimitado o escopo temporal das investigações entre junho de 2001 a dezembro de 2007, exigindo, assim, o reconhecimento da nulidade desse aspecto da acusação com a desconsideração de qualquer imputação relacionada ao pedido excedente.

53. Não verifico, entretanto, a nulidade alardeada.

54. Com efeito, ao proporem a instauração de inquérito administrativo, as áreas técnicas de origem devem descrever os elementos de autoria e materialidade que conseguiram reunir em suas atividades ordinárias de supervisão. Podem inclusive destacar elementos de prova que entendam especialmente relevantes ou sugerir diligências específicas, entre outras considerações.

55. Entretanto, não é esperado e tampouco exigível que, em fase tão preliminar de investigação, essas áreas consigam estabelecer precisamente a moldura fático-jurídica da futura acusação a ser esquadrihada e formalizada pela superintendência especializada após a devida instrução processual²⁶. Ao contrário, é inerente aos trabalhos de investigação a descoberta de

²⁶ Nessa linha, guardadas as peculiaridades do processo administrativo disciplinar, é a jurisprudência do STJ, da qual se destaca: “Não há nulidade no ato que instaurou o processo administrativo e constituiu a comissão processante em



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

www.cvm.gov.br

novos fatos e elementos de provas que poderão resultar na ampliação ou redução do escopo apuratório²⁷. Aliás, a apuração poderá resultar, inclusive, na identificação de ilícitos não antevistos por oportunidade da análise inicial da área técnica de origem como ocorreu, por exemplo, no PAS CVM nº 18/2013, julgado em 8 de maio de 2018.

56. Da mesma forma, este Colegiado já se manifestou²⁸ no sentido de que o ato praticado pelo Superintendente-Geral da CVM tem caráter eminentemente formal, praticado com o intuito de dar impulso ao processo, na forma da Deliberação CVM nº 457, de 23.12.2012, posteriormente, da Deliberação CVM nº 538/08, especialmente, dos seus artigos 1º e 3º, respectivamente, e atualmente nos termos do art. 8º, da Instrução CVM nº 607/19. A portaria de instauração do inquérito não veicula juízo definitivo atinente ao mérito da apuração, não podendo, conseqüentemente, representar, por si mesma, um delimitador da autoria ou da materialidade a ser perquirida e eventualmente constatada na forma da peça de acusação.

57. Ou seja, no âmbito desta Comissão de Valores Mobiliários, a apuração de infrações administrativas por meio da Superintendência de Processos Administrativos Sancionadores – SPS – não está restrita aos fatos, aos sujeitos ou à capitulação jurídica eventualmente esboçada na análise preliminar da área de origem ou na portaria de instauração. As atividades de investigação da SPS, em cada processo, devem ser inicialmente impulsionadas por aquela análise preliminar, mas suas conclusões poderão ser materialmente distintas, como decorrência do conhecimento adquiridos ao longo da instrução.

58. Em qualquer caso, ainda na fase pré-sancionadora, a acusação deverá diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, e, após a instauração do processo sancionador, ser-lhe-á garantido a oportunidade de defesa especificamente quanto ao teor da acusação, assim como a devida oportunidade de produção probatória, nos termos dos arts, 2º, 5º e 29, da Instrução CVM nº 607/19.

59. Por esse motivo, rejeito a preliminar suscitada.

II.6. ILEGITIMIDADE PASSIVA - ÁGORA

60. A Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, aqui denominada Ágora CTVM, arguiu, em sede preliminar, sua ilegitimidade para figurar no polo passivo do presente processo sancionador. A defesa alega que seria incorreto o entendimento da Acusação de que a Ágora CTVM corresponderia a atual denominação da Ágora Senior CM e Futuros Ltda. (“Senior Futuros”). Em seu entender, as referidas sociedades teriam personalidades jurídicas e estrutura societária distintas, de modo que as duas sociedades não se sucederiam em quaisquer tipos de

razão de suposta falta de individualização dos atos praticados pelo investigado, porquanto, nos termos do entendimento do Superior Tribunal de Justiça, a descrição minuciosa dos fatos se faz necessária apenas quando do indiciamento do servidor, após a fase instrutória, na qual são efetivamente apurados, e não na portaria de instauração ou na citação inicial.” (MS nº 12.927/DF, Ministro Felix Fischer, Terceira Seção, DJ 12/2/2008)

²⁷ Nesse sentido, cita-se o PAS CVM nº 21/2010, Rel. Dir. Carlos Rebello, julgado em 13 de agosto de 2019.

²⁸ PAS CVM nº 30/2005, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julgado em 11.08.2012.



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

www.cvm.gov.br

direitos ou obrigações. Além disso, desde 2006, as duas pertenceriam a grupos de controle totalmente independentes.

61. A defesa ressaltou que todos os pedidos de informações e esclarecimentos no âmbito deste processo teriam sido endereçados à acusada porque, desde 2006, a Senior Futuros não seria mais operacional. A Ágora CTVM, por sua vez, forneceu todos os documentos e prestou os esclarecimentos solicitados pela CVM devido ao fato de ambas compartilharem a mesma estrutura de *compliance*.

62. A defesa mencionou também que, ainda em 2006, o controle da Ágora CTVM foi alienado pela primeira vez e passou a ser exercido pela Ágora Holdings S.A., tendo sido novamente alienado em 2008 para B.B.B. S.A. Já a Senior Futuros foi incorporada pela Ágora Participações Ltda. (“Ágora Participações”) e extinta em 2012, no âmbito da reorganização societária do grupo. Assim, a sucessora da Senior Futuros seria a Ágora Participações, motivo pelo qual seria devida a extinção do processo sem julgamento do mérito em face da Ágora CTVM.

63. Em que pesem os argumentos trazidos pela acusada, eles não merecem prosperar.

64. Primeiramente, cabe destacar que os ofícios enviados pela CVM à época dos fatos, ainda em 2005, foram todos respondidos pela Ágora CTVM, conforme listado a seguir, sendo que nas datas das respostas, com base na informação fornecida pela defesa, a Senior Futuros ainda era operacional:

- a) por meio do Ofício/CVM/GMA-2 nº 052/05, enviado em 13.04.2005, a área técnica questiona expressamente acerca da “*identificação das pessoas responsáveis pela transmissão das ordens em nome do comitente Fundação de Assistência Previdenciária da Emater-PR*”, bem como dos funcionários responsáveis por sua recepção, execução e confirmação junto ao comitente. A resposta, além de estar assinada pela Ágora CTVM, indica Fabiano Mattos e Dário Ramos, agentes autônomos vinculados à Ágora CTVM e, A.G.O., um dos operadores indicados nos registros das ordens dos clientes investigados que, conforme informado pela própria corretora, era, à época dos fatos, funcionário da Ágora CTVM (fls. 3087);
- b) em resposta protocolada em 11.05.2005, a Ágora CTVM encaminha cópias dos registros das ordens dos comitentes Luiz Von Gal e Fapa relativos aos períodos solicitados (fls. 406), constando em todas as ordens o logo da Ágora CTVM (fls. 407-415).

65. Já em 2012, em resposta à solicitação da SPS quanto à identificação dos operadores que especificavam as ordens dos comitentes investigados no período de 01.01.2002 a 31.12.2007, foram listadas as pessoas envolvidas sendo todos, com exceção de M.Z.²⁹, funcionários da Ágora CTVM (fls. 3909-3913). Nessa mesma resposta, Ricardo Stabile é indicado como “Diretor

²⁹ M.Z. foi indicada como sendo agente autônomo - AAI.



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

www.cvm.gov.br

Estatutário responsável pelo cumprimento das Instruções CVM 301/99 e 387/03 entre 01/01/2002 a 31/12/2003”.

66. Com efeito, ao ser questionado sobre os negócios suspeitos realizados dentro da corretora, Ricardo Stabile declarou, em resposta ao Ofício/CVM/SPS/GPS-2/nº108/2013 (fls. 5107-5109):

Primeiramente, cumpre informar que minha atuação como diretor responsável da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (‘Ágora’ ou ‘Corretora’) se iniciou em 1993 e se estendeu até 2009 [...] Atualmente e desde que me desliguei da Ágora não possuo nenhuma atividade profissional em razão do período de ‘non compete’ acordado na alienação da Corretora para o Grupo Bradesco (grifou-se)

67. Nesse caso, o próprio diretor da corretora, ao ser questionado sobre os acusados neste processo, sobre as suas respectivas operações e sobre os trâmites das ordens BM&F na corretora, respondeu que exerceu o cargo de diretor da Ágora CTVM de 1993 a 2009, inclusive fazendo referência à posterior alienação de controle da acusada para o B.B.B., não tendo sido, em nenhum momento, sequer aventada a possibilidade de se tratar de outra pessoa jurídica.

68. Além disso, conforme consta dos autos, as fichas cadastrais dos clientes acusados no presente processo, bem como os contratos firmados entre eles e a corretora (fls. 354-370; 375-381) para fins de intermediação, custódia e subcustódia de compra e venda de valores mobiliários fazem referência explícita à Ágora CTVM e à inscrição no CNPJ nº 74.014.747/0001-35³⁰.

69. Outros documentos presentes nos autos corroboram a conclusão de que a Ágora CTVM era a responsável pelas operações, a saber, as ordens de compra e venda dos clientes (fls. 401-404), assim como as “*Regras e Parâmetros de Conduta e Atuação da Corretora Junto às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, ao Mercado e Clientes*” (“Regras e Parâmetros Ágora”, fls. 430-440), encaminhadas pela própria corretora em resposta ao Ofício/CVM/SPS/GPS-2/nº35/11 (fls. 421-422), todos em nome da Ágora CTVM.

70. No tocante às Regras e Parâmetros Ágora, impende ressaltar que o documento trata expressamente da Ágora CTVM sem qualquer menção à outra sociedade do grupo, fato que se figura especialmente importante dado que a acusação referente à Ágora CTVM permeia regras de atuação da corretora, especificamente em relação ao controle de registro das ordens. Além disso, tanto as Regras e Parâmetros Ágora quanto os registros de ordens constantes dos autos estão em nome da Ágora CTVM, não havendo qualquer referência a Senior Futuros.

71. Adicionalmente, como mencionado no relatório anexo a este voto, a Fapa começou a negociar na BM&F por meio da Spirit que, por não ser detentora de título de corretora de mercadorias e futuros da BM&F, repassou os negócios à Ágora CTVM de outubro de 2002 a setembro de 2003, conforme consta no contrato de intermediação, de custódia e subcustódia

³⁰ Conforme consulta à JUCESP, tanto a Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A, como a Ágora Senior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A tem o mesmo CNPJ e data de constituição (30.10.1997). A Ágora Senior Corretora de Mercadorias e Futuros Ltda. está inscrita em CNPJ distinto (03.375.855/0001-95) e foi constituída em 24.06.1999.



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

www.cvm.gov.br

celebrado entre as duas corretoras (fls. 345-350). Ainda que tal período não esteja sendo considerado para verificação da conduta da corretora, o documento corrobora o fato de que a pessoa jurídica que lidava com as questões ligadas ao mercado futuro da Fapa era a Ágora CTVM.

72. Portanto, os documentos que constam nos autos indicam que a Ágora CTVM era, à época, responsável tanto pela emissão, transmissão e especificação das ordens dos comitentes investigados no âmbito dessa corretora quanto pela governança das negociações, até porque, conforme afirmado pela própria defesa, tratava-se da “*mesma estrutura de compliance*”. Embora a acusada alegue que a sucessora da Senior Futuros seja a Ágora Participações Ltda.³¹, tal fato é indiferente para o caso dos autos, uma vez que as irregularidades foram cometidas no âmbito da Ágora CTVM.

73. Nesse contexto, tenho que o equívoco da Acusação foi ter citado o nome da “Ágora Sênior CM e Futuros Ltda.” no capítulo das responsabilidades constante do relatório de inquérito. No mesmo parágrafo, entretanto, foi indicado o nome da Ágora CTVM, sua inscrição no CNPJ e o endereço correspondente, além de a citação ter sido enviada em nome da Ágora CTVM, que compareceu regularmente aos autos.

74. Por fim, devo aduzir que no âmbito do PAS CVM nº 12/2013, julgado em 24.05.2016, que tinha por objeto a apuração de eventuais irregularidades no cumprimento das regras de prevenção e combate à lavagem de dinheiro, no período compreendido entre janeiro de 2002 a dezembro de 2007, por parte das corretoras investigadas neste processo sancionador (PAS CVM nº 14/2010), o então diretor relator Gustavo Borba acolheu a preliminar de ilegitimidade passiva suscitada pela Ágora, pois entendeu que “*pelo cotejo das notas de corretagem com as tabelas presentes no relatório da Acusação, verifica-se que, de fato, conforme alega a Ágora CTVM, as operações citadas pela Acusação foram intermediadas pela Ágora CMF*”.

75. Com a *devida venia*, discordo do entendimento proferido naquela assentada e registro, nos termos acima, não ser essa a realidade constante dos autos deste processo. Diante de todo o conjunto probatório dos autos analisado ao longo desta seção, verifica-se que os elementos apresentados são capazes de demonstrar que a Ágora CTVM era a pessoa jurídica responsável pelas ordens dos comitentes investigados.

76. Por todo o exposto, afasto a preliminar de ilegitimidade passiva da Ágora CTVM.

III. MÉRITO

III.1. PRÁTICA NÃO EQUITATIVA (OPERAÇÕES COM SEGUROS)

77. Este processo tem por objeto analisar o uso de práticas não equitativas por parte de certos comitentes em prejuízo da Fapa, conforme vedado pelo item I da Instrução CVM nº 08/79,

³¹ Conforme Protocolo e Justificação de Incorporação juntado pela defesa (fls. 6251).



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

www.cvm.gov.br

no tipo específico descrito no item II, letra “d”³². Dentre os possíveis arranjos que configuram o uso de práticas não equitativas estão as “operações com seguros”, em que determinados investidores, frequentemente entidades de previdência complementar, são utilizados como “seguradores”, assumindo o risco de operações realizadas no mercado de valores mobiliários.

78. Na outra ponta, na qualidade de beneficiários, figuram comitentes que, após verificarem o resultado que as operações no mercado futuro gerariam a partir da ponta do negócio já executada, têm seus ganhos potencializados a partir do direcionamento das ordens, criando um claro desequilíbrio entre os participantes envolvidos, exatamente nos termos da conduta vedada pela alínea “d” do item II, da Instrução CVM nº 8/79.

79. O ponto de partida para a investigação de casos que tais, portanto, se dá com a identificação desse desequilíbrio entre participantes com características comparáveis, chamando a atenção situações em que, em um dado período, dentre diversos comitentes clientes de um mesmo intermediário, alguns obtêm lucros sistemáticos e percentual de acerto excepcional em operações *day-trade*, enquanto outros, os “seguradores”, apresentam prejuízos sucessivos.

80. Como bem destacado pelo então Dir. Relator Gustavo Borba ao analisar ilícito similar em que restou comprovado o direcionamento artificial de negócios com contratos futuros em detrimento da carteira própria da Prece – Previdência Complementar³³, a caracterização da prática não equitativa requer a identificação dos indícios que, conjuntamente analisados, demonstrem que os ganhos auferidos foram derivados de arranjos intencionais. Vale a transcrição de um excerto do citado voto:

O grande desafio enfrentado pela Acusação seria a demonstração de que os ganhos auferidos por determinados comitentes deram-se à custa dos Fundos, aos quais foram especificados os negócios que resultaram em “ajustes do dia” negativos. Daí decorre uma das dificuldades enfrentadas na apuração de responsabilidades no âmbito de tais operações. Isso porque, a princípio, estamos diante de operações regulares, executadas a mercado, isto é, operações em que as partes supostamente envolvidas no ilícito não são contrapartes e, por conseguinte, não há uma estrita correlação entre os ganhos auferidos por alguns dos comitentes e os prejuízos suportados pelos Fundos exclusivos, ou mesmo, entre os volumes negociados. (grifou-se)

81. Nesse sentido, aproveito para rechaçar o argumento suscitado pela SLW e seu diretor responsável no sentido de que somente seria possível afirmar que houve ganhos em detrimento da Fapa diante da demonstração “*de que as exatas posições vendidas em IND assumidas pela*

³² 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:

(...)

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

³³ PAS CVM nº 06/2012, Dir. Relator Gustavo Borba, julgado em 20.08.2018.



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

www.cvm.gov.br

Fundação deveriam corresponder exatamente a posições compradas de alguns comitentes” e de que não teria sido demonstrada a correlação entre volumes financeiros e número de contratos operados pela Fundação e pelos comitentes (fls. 7004).

82. Esse argumento não merece prosperar, pois, conforme precedente acima citado e outros em que o Colegiado já teve oportunidade de se manifestar sobre esse ponto³⁴, o *modus operandi* do ilícito de prática não equitativa consubstanciada na operação com seguro, como é o caso dos autos, consiste na realização de negócios contra o mercado, não sendo imprescindível que haja, para configuração da irregularidade, negócios nas duas pontas para o comitente beneficiário e para o prejudicado, atuando como contrapartes diretas. Pode haver, inclusive, dias em que o segurador nem atue naquele mercado, seja porque o andamento do mercado tenha gerado bons resultados que não exijam o acionamento do “segurador” ou, até mesmo a situação inversa, um pregão em que o mercado não tenha andado bem e que não tenha havido negócios lucrativos para distribuir aos beneficiários.

83. Com efeito, é possível que haja dias em que a Fapa tenha negociado sem a participação dos demais comitentes e ainda assim exista a irregularidade, ao contrário do que alegam alguns acusados. É que, conforme objetivamente demonstrado pela Acusação, a forma como os preços evoluem em determinado dia pode inviabilizar a atuação conjunta, resultando, de todo modo, em prejuízo para a Fundação (fls. 5245-5246).

84. Para exemplificar essa situação, a Acusação analisou algumas operações, sendo válido citar as negociações realizadas em 02.02.2006 de contratos com vencimento para o mês de fevereiro de 2006, chamando atenção para o fato de que a ordem da Fapa é aberta posteriormente à execução de quase todos os negócios (fls. 5246-5247).

Tabela 25 - Operações do dia 02.02.06 (série FEV6)

LINHA	NOME DO INVESTIDOR	HORA ORDEM	HORA NEGÓCIO	Nº NEGÓCIO	HORA ESPECIFICAÇÃO	TIPO	QTDE. CONTRATOS	COTAÇÃO NEGOCIO	AJUSTE DO DIA
(1)	FAPA	13h43	12h12	4977-7	13h53	C	5	38.430,00	(15.930,00)
(2)	FAPA	13h43	13h01	7075-0	16h20	C	5	38.360,00	(14.880,00)
(3)	FAPA	13h43	13h31	7984-6	16h20	C	5	38.290,00	(13.830,00)
(4)	FAPA	13h43	13h31	7994-3	16h20	C	5	38.250,00	(13.230,00)
(5)	FAPA	13h43	13h31	8014-3	16h20	C	5	38.180,00	(12.180,00)
(6)	FAPA	13h43	13h48	8554-4	16h20	C	5	38.170,00	(12.030,00)
(7)	FAPA	13h43	15h22	11302-5	16h21	C	5	37.900,00	(7.980,00)
(8)	FAPA	13h43	15h22	11309-2	16h21	C	5	37.840,00	(7.080,00)

³⁴ A título exemplificativo, no voto proferido pelo então Dir. Otavio Yazbek no PAS CVM nº 13/05 em 25.06.2012, foi ressaltado que “[o]s indícios de irregularidade, nesses casos, começam a aparecer quando se identifica que, operando em um mesmo intermediário, determinados clientes ou grupos de clientes concentram, sistematicamente, resultados bem melhores do que outros nos primeiros ajustes diários de suas operações. E daí decorre outra dificuldade para a investigação das irregularidades em casos como este: as operações onde se vislumbra irregularidade nem mesmo têm, como contrapartes, os beneficiados e os prejudicados. Não é o fechamento do negócio que é direcionado. Assim, nesse tipo de esquema, os participantes beneficiados e prejudicados mantêm, entre si, apenas uma relação indireta, na medida em que é aquela massa de operações existente no intermediário ao término do pregão que será distribuída entre um conjunto de clientes que os engloba”.



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

www.cvm.gov.br

85. Acerca das operações da Fapa realizadas em 02.02.2006 descritas na tabela acima, a Acusação fez a seguinte análise:

178. Já no dia 02.02.06 (Tabela 25), há uma ordem de compra da Fapa aberta às 13h43, posterior, portanto, a mais da metade dos negócios que mais tarde lhe seriam especificados. Note-se a tendência baixista ao longo das cotações do dia em análise, o que, tal como no exemplo anterior, não permitiu o fechamento de um *day trade* positivo mediante uma venda de contratos ainda dentro daquelas janelas de especificação. Nesse caso, mesmo a especificação do melhor dentre todos estes negócios a qualquer um dos comitentes envolvidos poderia ter um resultado final potencialmente negativo caso não houvesse a posterior reversão da tendência de preços até o final do pregão. Com todos os oito negócios lhe sendo especificados próximo aos horários limite de fechamento da segunda (14h00) e terceira (16h30) janelas, a fundação sofreu, nesse dia, severos prejuízos em Ajustes do Dia, no montante de R\$ 97.140,00.

86. Nesse contexto, após um filtro inicial com base nos ganhos e perdas atípicos, um dos principais parâmetros utilizados para aferir a existência de direcionamento artificial nas ordens é a taxa de sucesso das operações dos comitentes investigados, que, como detalhado no relatório anexo a este voto, calcula o percentual de pregões em que as operações de um determinado comitente obtiveram Ajustes do Dia positivos em relação ao total de pregões em que aquele comitente esteve presente em um dado período.

87. Outro indicador pensado pela Acusação e utilizado no caso do presente processo é a taxa de sucesso financeiro, que compara os ajustes positivos com o total modular de ajustes ocorridos, permitindo uma fácil visualização do total de ganhos em reais derivados de Ajustes do Dia descontados os valores pagos. Com esse cálculo, buscou-se mitigar a ação de alguns operadores que, com o objetivo de não apresentarem altas taxas de sucesso, chamando, assim, a atenção do regulador, incorrem em pequenos prejuízos em determinados pregões (ou até zeram suas posições), sendo essas perdas ínfimas perto dos ganhos auferidos.

88. Abro parênteses para esclarecer que a opção da Acusação de examinar o resultado das operações a partir dos Ajustes do Dia não é aleatória ou indevida, conforme ressaltado pelo Diretor Carlos Rebello no âmbito do voto proferido no PAS CVM 21/2010, julgado em 15.10.2019, cujo teor reproduzo a seguir:

83. De início, aproveito para esclarecer que não é aleatória a opção da Acusação de examinar o resultado das operações a partir dos ajustes do dia, como querem fazer crer alguns acusados. Tal escolha se deve ao fato de que as práticas irregulares anteriormente descritas neste voto eram realizadas ao longo de cada pregão e envolviam a distribuição entre os clientes da CSCM de operações com cotações mais ou menos favoráveis em relação ao preço de fechamento.

84. Por essa razão, mesmo quanto aos investidores que não realizavam *day trades*, tal como os fundos envolvidos no presente processo, utilizou-se como parâmetro o resultado obtido nos ajustes do dia, visto que o objetivo era



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

www.cvm.gov.br

analisar o desempenho dos negócios a eles atribuídos em relação à cotação média daquele pregão.

85. Assim, a obtenção de recorrentes ajustes do dia negativos – como se verificou em relação a determinados comitentes – nada tem a ver com estratégias de médio ou longo prazo, refletindo, na realidade, a realização de negócios por preços constantemente desfavoráveis quando comparados à cotação de fechamento. Nestes casos, o que se verifica são sucessivos equívocos no *market timing* do investimento, isto é, nas decisões quanto ao momento de entrada e saída das posições.

86. Nada obstante, já se reconheceu em precedente do Colegiado [PAS CVM 06/2012, Rel. Dir. Gustavo Borba, julgado em 20.8.2018] que em operações com seguro, é muito comum a realização de *day trades* “por conferirem ao comitente beneficiário a certeza de lucro, uma vez que já se conhece o comportamento do mercado ao longo do dia, ao passo que o carregamento da posição poderia colocar em risco o sucesso da operação”.

89. Voltando aos parâmetros usados pela Acusação, ressalta-se que altos percentuais da taxa de sucesso financeiro e/ou taxa de sucesso constituem forte indício de que aquelas operações estariam sendo direcionadas para privilegiar uns em detrimento de outros, especialmente levando em consideração que se trata de um mercado altamente arriscado e, por consequência, ainda que maiores riscos possam gerar maiores retornos, há, igualmente, elevadas chances de grandes perdas.

90. Com efeito, ainda que o investidor seja experiente e esteja acostumado a lidar com esse tipo de mercado, que faça uso de gráficos e estudos e utilize estratégias avançadas de investimento e ferramenta de *stop loss*, táticas citadas por alguns acusados para justificar retornos improváveis, é de se esperar, como citado, que em um mercado dessa natureza, com tamanha volatilidade, haja alguma alternância entre resultados positivos e negativos. Tampouco se mostra plausível atribuir os resultados extraordinários a fatores externos como, por exemplo, crescimento do mercado do dólar, pois ainda que, em tese, qualquer elemento exógeno fosse capaz de produzir tamanho sucesso, isso aplicar-se-ia a todos aqueles que operaram nesse momento de fortúnio, o que claramente não se verifica.

91. Sobre o assunto, no julgamento do PAS CVM nº 21/2006³⁵, a ex-Diretora Ana Novaes estabeleceu um importante precedente, tendo feito considerações relevantes sobre o estudo das probabilidades em casos envolvendo práticas não equitativas, sobretudo com relação à possibilidade de ganhos repetidos e frequentes em vários pregões obtidos por certos investidores serem de fato aleatórios, e não fruto de um arranjo intencional.

92. No referido julgado, a então diretora desenvolveu fórmula a fim de calcular a probabilidade da frequência de ganho de cada um dos comitentes, utilizada neste processo, tendo feito as seguintes ponderações:

³⁵ PAS CVM 21/2006, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 07.08.2012. A metodologia foi utilizada em outros processos, tais como o PAS CVM nº 05/2008, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 12.12.2012, o PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 23.09.2014, o PAS CVM nº 01/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julgado em 08.07.2013; o PAS CVM SP2007/139, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 30.07.2013.



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

www.cvm.gov.br

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

93. No caso concreto, a Acusação elaborou, para cada acusado, uma tabela em que são analisadas as taxas de sucesso e de sucesso financeiro com base em todas as operações *day trade* em IND por ano, sendo, ao final, calculadas as taxas médias para o total de pregões durante todo o período em que aquele determinado comitente tenha operado, conforme pode ser verificado na tabela abaixo, reproduzida a título exemplificativo (fls. 5275).

Tabela 1 - Resumo das Operações em IND – Elton Ughini

ANO	OPERAÇÕES DAY TRADE			AJUSTES DO DIA (R\$)			TAXA DE SUCESSO FINANCEIRO
	Nº DIAS	Nº SUCESSOS	TAXA DE SUCESSO	TOTAL RECEBIDO	TOTAL PAGO	TOTAL POR ANO	
2004	15	15	100%	150.075,00	0,00	150.075,00	100%
2005	2	2	100%	80.850,00	0,00	80.850,00	100%
2006	4	4	100%	213.150,00	0,00	213.150,00	100%
Total:	21	21	100%	444.075,00	0,00	444.075,00	100%

94. Deste modo, não se sustenta o argumento trazido por alguns acusados no sentido de que a Acusação identificou ganhos acima da média a partir de restrita amostragem de operações, uma vez que para calcular as taxas de sucesso e sucesso financeiro, foram consideradas todas as operações *day trade* em IND dos acusados.

95. De fato, não foram consideradas as operações realizadas em outros mercados, até porque não há razão lógica para tal. A investigação se iniciou a partir da constatação de que a Fapa incorreu em grandes prejuízos em Ajustes do Dia ao operar no mercado futuro de índice. Desse modo, a linha investigativa consistiu em identificar quem seriam as pessoas que estariam lucrando nesse mesmo mercado às custas da fundação, tendo sido verificadas, portanto, as operações dos comitentes que apresentaram grandes lucros nesse mesmo mercado no mesmo período.

96. Ainda que se argumentasse que a análise de toda a carteira dos acusados seria importante para comprovar que as operações no mercado futuro eram, na verdade, parte de uma estratégia maior, como, por exemplo, fazer *hedge* para proteção da posição à vista, verifica-se que, assim como foi identificado com relação às operações da Fapa, não havia um padrão observável nas operações dos acusados. Dentro de um mesmo pregão, era recorrente o uso de compras e vendas, independentemente da direção do mercado, a demonstrar que a estratégia era, na verdade,



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

www.cvm.gov.br

lançar os dois tipos de operação e, ao final do dia, havendo resultados positivos, direcioná-los aos beneficiários.

97. Com efeito, ainda que elevadas taxas de sucesso e/ou de sucesso financeiro constituam sólidos indícios de um direcionamento artificial de ordens, conforme asseverado em outros julgados³⁶, esses indicativos serão analisados em conjunto com outros elementos de modo a verificar se os indícios presentes são suficientes para fundamentar uma acusação e, posteriormente, uma eventual condenação.

98. A chamada prova indiciária, acerca da qual já tive oportunidade de me manifestar em algumas ocasiões, equivale aos demais meios de prova, conforme estabelecido no art. 239 do Código de Processo Penal, sendo sua utilização, muito comum em casos de *insider trading* e também nas hipóteses de operações com seguros, como é o caso dos autos.

99. Neste sentido, a possibilidade de sua utilização já foi abordada pelo STF nos autos da Ação Penal nº 470, citando expressamente os casos de *insider trading*, assim como em precedentes desta Autarquia, nos quais se destacou que o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias, desde que representada por indícios múltiplos, veementes e convergentes, que permitam uma conclusão segura acerca do fato a ser provado, requerendo-se, portanto, um “conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes”³⁷.

100. Vê-se, portanto, como perfeitamente válido o uso da prova indiciária para comprovar as irregularidades aqui analisadas, não sendo necessário e tampouco correto falar em “provar um indício”, como alegado por um dos acusados, já que o que se pretende provar é a ocorrência do ilícito.

101. Voltando às operações com seguros, a análise dos precedentes do Colegiado da CVM acerca da matéria demonstra que não há um conjunto de elementos pré-definidos que deverão necessariamente estar presentes para caracterizar a ocorrência de operações com seguro³⁸, variando conforme as peculiaridades do caso concreto. Assim, rebato o argumento suscitado quanto à ausência de comprovação de dois elementos “fundamentais”, a saber, atuação dos investidores e da Fundação pelo mesmo intermediário durante um mesmo período e a existência de vínculos entre o investidor, o gestor dos fundos/fundações e os intermediários.

³⁶ Por exemplo, PAS CVM nº 06/2012, j. em 20.08.2018.

³⁷ Nos termos do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS 13/2009, j. em 13.12.2011.

³⁸ Nesse sentido, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/06, j. em 07.08.2012, a Diretora Relatora Ana Novaes esclareceu que “a atuação de cada acusado, em cada situação apresentada, deve ser avaliada autonomamente, de acordo com as peculiaridades das provas e indícios que lhes afetam – somadas, é claro, àquilo que é exposto nas defesas. Além disso, mais do que parâmetros pré-definidos, este Colegiado já consolidou reiteradas vezes ‘o entendimento de que a presença de indícios variados e convergentes é suficiente para a formulação de uma peça acusatória e, eventualmente, de uma condenação’ (outra passagem do voto do diretor Otávio Yazbek para o caso ‘Prece’)” (grifo nosso). No mesmo sentido, PAS CVM nº 06/2012, j. 20.08.2008.



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

www.cvm.gov.br

102. A atuação dos acusados foi analisada separadamente por corretora, sendo os beneficiários comitentes que operavam pelas corretoras SLW, Ágora ou Novinvest, que também eram utilizadas pela Fapa, a investidora prejudicada. Além disso, a comprovação de vínculo entre o beneficiário do esquema, alguém relacionado à gestão dos comitentes prejudicados e alguém relacionado aos intermediários responsáveis pelas operações realizadas por ambas as pontas (comitentes beneficiados e comitentes prejudicados) não é um requisito imprescindível para a configuração do ilícito, já que muitas vezes essa prova não é viável e, ainda assim, estejam presentes outros elementos aptos a formar um conjunto robusto de indícios que demonstrem a atuação irregular dos acusados³⁹.

103. Por fim, quanto aos questionamentos feitos por alguns acusados com relação à utilização de análises amostrais, ressalto que tal metodologia foi utilizada no presente processo para selecionar algumas operações feitas pelos acusados para que se pudesse demonstrar, de forma detalhada, como as ordens eram registradas e especificadas de maneira irregular, ilustrando, assim, o passo a passo da metodologia utilizada para perpetrar o ilícito.

104. Considerando a grande quantidade de operações objeto deste processo, não vejo como a Acusação poderia ter agido diferente, sendo a prova por amostragem, nesses casos, amplamente aceita, conforme já assentado em precedentes desta casa⁴⁰.

105. Feitas essas considerações acerca do ilícito objeto do presente processo, passo à análise da materialidade delitiva e da atuação das corretoras envolvidas SLW, Novinvest e Ágora que, pela similaridade da conduta, acusação e argumentos de defesa, serão conjuntamente analisadas.

III.2. RESPONSABILIDADE DAS CORRETORAS

106. Feitas essas considerações acerca do ilícito administrativo, passo a analisar a responsabilidade das corretoras nas quais foram perpetrados os esquemas ilícitos, SLW, Novinvest e Ágora, e de seus respectivos diretores Pedro Weil, José Morales Jr. e Ricardo Stabile.

107. No âmbito da SLW, os parágrafos 139 a 196 da peça acusatória bem ilustram as irregularidades identificadas, cabendo destacar a ampla utilização de ordens abertas posteriormente a negócios já executados e o direcionamento, no momento da distribuição, dos melhores negócios a comitentes integrantes do esquema e dos piores à Fundação “seguradora”, permitindo aos beneficiários a obtenção de elevadíssimos lucros por meio de altas taxas de sucesso em suas operações *day trade*, como será detalhado nas seções a seguir, ao passo que a fundação

³⁹ Nessa linha, v. PAS CVM 13/2005, 21/2006 e 06/2012.

⁴⁰ Acerca da possibilidade de utilização de prova por amostragem, vale fazer alusão à decisão proferida, em 26/10/2012, nos autos do Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº 05/2008: “a jurisprudência também reconhece a legalidade da prova por amostragem, como é natural em casos como o presente em que são analisadas milhares de operações diariamente realizadas. Exigir a análise pormenorizada de todas as operações e reespecificações diretas e indiretas seria inviabilizar a atividade do Estado e a jurisprudência tem reconhecido, expressamente, a possibilidade de análises estatísticas e por amostras, inclusive em direito penal.



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

www.cvm.gov.br

sofria pesados prejuízos em seus Ajustes do Dia, que culminaram em perdas totais no valor de R\$13.412.570,00.

108. O fato de haver inconsistências entre os horários da abertura e execução de diversas ordens demonstra que a corretora era, no mínimo, bastante desorganizada e realizava suas operações sem o devido registro no sistema. Questionado sobre essa divergência de horário, o operador Marcelo Porto afirmou que *“nesse período havia um acúmulo muito grande de operações. Assim, poderia acontecer que a operação tenha sido executada sem que antes tivesse aberto a boleta”*.

109. Ainda que fosse possível haver atraso pontual na inclusão no sistema de algumas boletas de negociação, não é aceitável que a média dos negócios executados anteriormente à abertura das ordens seja de 59%, tendo sido identificados pela Acusação casos em que tal situação ocorreu em 100% das ordens (Marli Moreno), chegando a 70% no caso da Fapa⁴¹ (fls. 5240).

110. A fim de verificar se esse argumento apresentado por alguns investigados procedia, a Acusação cruzou os dados telefônicos referentes aos números que a Fapa utilizava para transmitir as ordens e os telefones das mesas de negociação da SLW que as recebia, e identificou, com base em uma análise por amostragem, casos em que as ligações da Fundação foram realizadas em horário posterior à execução do negócio, tendo encontrado, inclusive, pregões em que a Fapa negociou e sequer houve contato telefônico da Fundação com a corretora.

111. Evidente que tal análise, isoladamente considerada, não prova nada e que, como trazido por alguns acusados, poderiam ser encontradas razões hipotéticas para explicar o motivo de a Acusação ter identificado, ao escolher o mês de agosto de 2004 aleatoriamente, nos 13 pregões em que a Fapa atuou, em apenas três ligações da Fundação antes da execução das ordens. Entretanto, ao considerar todo o conjunto probatório coligido pela Acusação, esse é mais um indício a comprovar a conduta ilícita dos acusados.

112. Outra prova da falta de controle da SLW em relação às operações por ela intermediadas foi o fato de vários dos comitentes investigados terem ficado inúmeras vezes expostos, em posições compradas ou vendidas de IND, em valores elevados e incompatíveis com as situações financeiras declaradas em ficha cadastral, e sem possuírem saldo em sua conta corrente junto à corretora. À título de exemplo, houve dias em que o comitente Cesar Bonatto – com renda e patrimônio declarados em ficha cadastral nos valores de R\$3.000,00 e R\$272.000,00, respectivamente – ficou com posição comprada, em IND, em número de contratos cujo valor total era superior a R\$2,6 milhões⁴². Situações análogas são observadas, por exemplo, nas operações dos comitentes Antônio Lima, Euclides Bolini, Fernanda Endler, Ingo Krause, Luiz Ataranto, Marcelo Gagliardi e Olavo Diniz.

⁴¹ Percentuais calculados pela Acusação com base nos negócios cujas ordens foram entregues à CVM pela corretora, posto que há ordens anteriores a 2004 que a SLW alegou não mais possuir em seus registros.

⁴² Dia 30.10.2007, CD à fls. 2914; fls. 3942.



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

www.cvm.gov.br

113. Foram identificadas também irregularidades relativas ao favorecimento de pessoas ligadas à corretora por meio da especificação dos melhores negócios a pessoas vinculadas em detrimento da Fapa, infringindo diretamente o §2º do art. 8º da Instrução CVM nº 387/03⁴³ e as regras e parâmetros de atuação da própria SLW⁴⁴, segundo as quais na distribuição dos negócios, as ordens de pessoas não vinculadas à corretora deveriam ter prioridade em relação às de pessoas a ela vinculadas. Nesse sentido, foram as operações artificialmente distribuídas aos acusados Maurício Porto, Geraldo Pereira, Cristiane Coelho e Marcelo Porto, neste último caso ao realizar operações em nome de sua esposa à época, todas pessoas vinculadas à SLW e beneficiários das operações aqui tratadas.

114. Em defesa, SLW e Pedro Weil alegaram que não seria razoável exigir a detecção das irregularidades dada a irrelevância do volume operacional e financeiro das operações investigadas. Ainda que as operações da Fapa e dos comitentes investigados tivessem pouca representatividade em relação ao total operado na SLW, existem parâmetros mínimos de atuação da corretora a serem observados em todas as ordens, o que em nada se relaciona com os volumes totais negociados.

115. Nesse sentido, são previstos critérios mínimos a serem cumpridos pelas corretoras quanto ao registro das ordens, procedimentos para cancelamento e especificação, dentre outros, e cada corretora deve criar mecanismos efetivos para que falhas nessa cadeia de procedimentos sejam identificadas. No caso dos autos, diante de falhas e irregularidades consistentes, reiteradas e que se perpetraram ao longo de um período considerável, verifica-se, no mínimo, uma omissão por parte da SLW, da Novinvest e da Ágora, que falharam ao não detectar tais anormalidades.

116. Da mesma forma, na corretora Novinvest foram realizadas operações com distribuição artificial de ordens, de modo a beneficiar certos comitentes que obtiveram lucros acima da média com altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro, ao passo em que a Fundação arcou com prejuízos da ordem de R\$8,3 milhões no período compreendido entre os anos de 2002 e 2008.

⁴³ “Art. 8º As corretoras poderão cumprir ordens para sua carteira própria ou para as carteiras de seus clientes, sendo-lhes facultado, mediante contrato específico, contratar outras corretoras para o seu cumprimento, observado o disposto nos arts. 9º e 12. (...)”

§2º Em caso de concorrência de ordens, a prioridade para cumprimento deve ser determinada por critério cronológico, sendo que as ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas à corretora devem sempre ter prioridade em relação àquelas emitidas por pessoas que o sejam.

§3º Somente as ordens que sejam passíveis de cumprimento no momento da efetivação de um negócio, ou seja, aquelas cujo preço especificado pelo cliente for compatível com o preço de mercado, concorrerão em sua distribuição.”

⁴⁴ “10. DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS. Distribuição é o ato pelo qual a Corretora atribuirá a seus Clientes, no todo ou em parte, as operações por ela realizadas ou registradas nos diversos mercados. A Corretora fará a distribuição dos negócios realizados nas Bolsas por tipo de mercado, valor mobiliário/contrato e por lote padrão/fracionário, obedecidos os seguintes critérios: a) somente as ordens que sejam passíveis de execução no momento da efetivação de um negócio concorrerão em sua distribuição; b) as ordens de pessoas não vinculadas à Corretora terão prioridade em relação às ordens de pessoas a ela vinculadas. Observados os critérios mencionados nas letras anteriores, a numeração cronológica de recebimento da ordem determinará a prioridade para o atendimento de ordem emitida por conta do Cliente da mesma categoria, exceto a ordem monitorada, em que o Cliente interfere em tempo real.”



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

www.cvm.gov.br

117. Além de irregularidades similares àquelas encontradas na SLW (registro das ordens posteriormente à execução, comitentes expostos a operações em valores superiores à situação financeira declarada e alocação dos melhores negócios a pessoas vinculadas), a Acusação identificou que no âmbito da Novinvest foram criadas maneiras distintas de se processar o ilícito, por meio de ordens aparentemente “normais” quanto ao seu trâmite, ou seja, que seguissem o encadeamento natural de uma ordem de negociação no mercado de índice futuro da BM&F (abertura, execução do respectivo negócio e posterior especificação).

118. Nas operações realizadas entre 2002 e parte de 2003, foi identificado esquema idêntico ao utilizado pelos operadores que perpetraram o esquema de “operações com seguro” no âmbito da corretora SLW, “metodologia” que tornou mais evidente as irregularidades cometidas, principalmente considerando que, devido à impossibilidade de a Fapa realizar *day trades*, a existência de duplicidade de ordens da Fundação deixa evidente a incoerência da estratégia utilizada.

119. A partir do final do ano de 2003, aqueles que promoviam tais operações na Novinvest fizeram a primeira alteração em seu *modus operandi*, utilizando-se de um novo processo, de tal forma que as ordens de negociação da Fundação passaram a ser, em sua grande maioria, abertas anteriormente aos negócios que lhe seriam posteriormente especificados. Assim, logo pela manhã, eram abertas ordens de negociação opostas, de compra e de venda, em nome da Fapa.

120. Após a realização dos negócios do dia, e em função da maneira como estes seriam distribuídos aos comitentes beneficiados, uma das ordens da Fapa (ou, em determinadas ocasiões, até mesmo ambas) era cancelada, e a ordem remanescente recebia os negócios “ruins” daquele dia. Assim, os efeitos desse cancelamento supriam a necessidade de abertura de uma ordem posterior, pois no lugar desta, para efetivação do “seguro”, entrava a ordem subsistente.

121. Posteriormente, foi identificada uma nova mudança de procedimento daqueles que conduziam o esquema, verificada em todas as ordens não executadas da Fundação a partir de junho de 2004. Tais ordens, não sendo nem executadas nem canceladas, permaneciam em uma espécie de “limbo” dentro dos sistemas da Novinvest, e não constavam dos relatórios de cancelamento de ordens emitidos. Isso representou mais uma forma de tentar encobrir as irregularidades, e que só foi detectada mediante a análise, dia por dia, dos relatórios de abertura de ordens emitidos pela corretora Novinvest pela Acusação (CDs às fls. 604, 2137 e 3097).

122. A título de exemplo, foi identificado esse padrão de abertura de ordens antes da execução do negócio nas operações realizadas em 01.06.2004, analisadas na tabela 71 da peça acusatória (fls. 5290). Entretanto, nesse caso específico (e em outros que foram apresentados pela Acusação) o operador Renato Lima foi extremamente descuidado e abriu as ordens por ele emitidas e as emitidas pela Fapa concomitantemente às 09h18:

Tabela 2 - Operações do dia 01.06.04 na Novinvest (série JUN4)

LINHA	NOME DO INVESTIDOR	HORA ORDEM	HORA NEGÓCIO	Nº NEGÓCIO	HORA ESPECIFICAÇÃO	TIP O	QTDE. CONTRATOS	COTAÇÃO NEGOCIO	AJUSTE DO DIA
-------	--------------------	------------	--------------	------------	--------------------	-------	-----------------	-----------------	---------------



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

www.cvm.gov.br

(1)	RENATO LIMA	9h18	11h13	4659-7	12h03	V	5	19.560,00	360,00
(2)	RENATO LIMA	9h18	11h49	6546-0	13h03	V	5	19.390,00	(2.190,00)
(3)	RENATO LIMA	9h18	11h49	6549-4	13h03	C	5	19.380,00	2.340,00
(4)	RENATO LIMA	9h18	11h49	6551-6	13h03	V	5	19.360,00	(2.640,00)
(5)	RENATO LIMA	9h18	11h51	6659-8	12h03	C	5	19.570,00	(510,00)
(6)	RENATO LIMA	9h18	11h51	6665-2	13h03	V	5	19.390,00	(2.190,00)
(7)	RENATO LIMA	9h18	11h56	6865-5	13h03	C	5	19.410,00	1.890,00
(8)	RENATO LIMA	9h18	11h58	6997-0	13h03	C	5	19.370,00	2.490,00
(9)	RENATO LIMA	9h18	12h03	7308-0	13h03	V	5	19.390,00	(2.190,00)
(10)	RENATO LIMA	9h18	13h05	10723-5	15h00	C	5	19.340,00	2.940,00
(11)	FAPA	9h18	16h18	15836-0	17h32	V	5	19.400,00	(2.040,00)
(12)	RENATO LIMA	9h18	16h18	15833-6	17h32	C	5	19.380,00	2.340,00
(13)	FAPA	9h18	16h26	15977-4	17h32	V	5	19.380,00	(2.340,00)
(14)	RENATO LIMA	9h18	16h27	15996-0	17h32	C	10	19.420,00	3.480,00
(15)	FAPA	9h18	16h31	16047-0	17h32	V	5	19.390,00	(2.190,00)
(16)	FAPA	9h18	16h31	16051-9	17h32	V	5	19.380,00	(2.340,00)
(17)	RENATO LIMA	9h18	17h03	16559-6	17h32	V	5	19.580,00	660,00
(18)	RENATO LIMA	9h18	17h06	16578-2	17h32	V	5	19.580,00	660,00
(19)	RENATO LIMA	9h18	17h09	16605-3	17h32	V	5	19.580,00	660,00

123. Vê-se, nesse exemplo, que entre a primeira e a terceira janelas de especificação (linhas 1 a 10), foi possível que Renato Lima fechasse *day trade* parcial, com pequeno lucro, sem que houvesse até este momento nenhum negócio excedente.

124. Nas especificações realizadas às 17h32, no entanto, após serem especificadas a Renato as vendas de linhas 17 a 19 (todas ao preço de R\$19.580,00), e este ter concluído o seu *day trade* com lucro final de R\$8.100,00, remanesceram quatro negócios de venda de contratos a preços desfavoráveis, entre R\$19.380,00 e R\$19.400,00 (linhas 11, 13, 15 e 16). Assim, estes foram especificados à ordem de venda que havia sido aberta em nome da Fapa, às 09h18, enquanto a ordem de compra, simultaneamente aberta, foi abandonada, sem execução ou cancelamento.

125. Já no ano de 2005, foi verificada outra modificação do *modus operandi* dos operadores do esquema, em que as ordens da Fundação eram abertas com a quantidade de contratos igual a zero. Posteriormente, ao se identificar a necessidade de utilização da ordem aberta em nome desta, alterava-se a quantidade de contratos, adequando-a ao número necessário para englobar todos os negócios remanescentes. Isso foi verificado pela mera visualização do documento “Relatório de Alteração em Ordens – BM&F”, fornecido pela Novinvest (fls. 5136-5142), em paralelo às ordens de negociação da Fapa (CD à fls. 3097), em que constam os horários originais de abertura das ordens.

126. Por fim, na Ágora, corretora na qual a Fapa operou, via Spirit, entre 16.10.2002 e 23.09.2003 e, diretamente, de 09.09.2003 a 10.11.2005, foram igualmente identificadas taxas incomuns de sucesso, sendo que dos cinco comitentes beneficiários investigados que participaram de um total de 169 pregões, quatro alcançaram sucesso de 100% e um atingiu 95%. Foram 168



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

www.cvm.gov.br

pregões bem-sucedidos com taxa média de sucesso financeiro desse comitentes de 100%, pois no único pregão perdedor José Everaldo pagou R\$3.900,00, valor insignificante perto dos lucros de R\$1.171.650,00 auferidos por esses investidores. Destaca-se que, na outra ponta, a Fapa, praticamente só tinha prejuízo (aproximadamente R\$1,9 milhões).

127. Nesse ponto, assiste razão à Acusação ao afirmar que a existência concomitante de aplicadores tão competentes e um investidor tão inábil quanto a Fapa revela que as condições de mercado na Ágora não eram normais, sendo somente justificável diante da existência de um esquema de distribuição irregular no âmbito da corretora, a exemplo do que ocorreu na SLW e na Novinvest.

128. Assim como na SLW, na Ágora também foi identificado um elevado percentual de ordens abertas anteriormente à abertura dos negócios, tendo sido verificada tal situação em 93% das ordens⁴⁵, e, em alguns casos específicos, todas as ordens foram abertas posteriormente à execução (M.C.S., esposa de Fabiano Mattos). No caso da Fapa, 86% dos negócios foram executados anteriormente à abertura das respectivas ordens.

129. Questionado acerca destas inconsistências, o operador Fabiano Mattos, de maneira curiosa, informou em seu depoimento (fl. 4782-4787) que “*não há como registrar uma ordem posteriormente à sua execução*”.

130. Assim como no caso da SLW, foi feito um cruzamento das ligações da Fapa para a corretora e, de forma semelhante, foram encontradas reiteradas divergências entre os horários das ligações, bem como ordens de negociação abertas e negócios sendo especificados em nome da fundação em dias em que sequer houve um contato telefônico desta com a corretora.

131. Outra irregularidade identificada foi o registro de ordens como sendo “administradas discricionárias” após 19.03.2004. Ordem discricionária é aquela dada por administrador de carteira ou por quem represente mais de um cliente, cabendo ao emitente estabelecer as condições em que a ordem deve ser executada; no prazo estabelecido pela BM&F, este indica os nomes dos comitentes a serem especificados para os negócios realizados (Regras e Parâmetros Ágora, fls. 431). Todavia, os comitentes supracitados não eram administradores de carteira e tampouco representavam mais de um cliente.

132. Esse fato não denota uma decisão de natureza negocial de cada um dos comitentes, mas tão somente que as ordens de negociação eram registradas de forma pouco criteriosa, facilitando assim operações irregulares. Além disso, verifica-se nesta corretora uma repetição da metodologia apontada nas demais corretoras, incluindo (i) o fato de vários dos comitentes investigados terem ficado inúmeras vezes expostos em posições em IND em valores elevados e incompatíveis com suas situações financeiras e sem saldo em conta corrente junto à corretora; (ii) especificação dos melhores negócios a pessoas ligadas, no caso Fabiano Mattos, que operou em

⁴⁵ Média dos percentuais de negócios executados anteriormente à abertura das ordens dos comitentes (tabela 92 às fls. 5311).



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

www.cvm.gov.br

nome da sua esposa à época, contrariando tanto a Instrução CVM nº 387/03 quanto o item 7 das Regras e Parâmetros de Atuação Ágora (fls. 428), segundo as quais na distribuição dos negócios, as ordens de pessoas não vinculadas à corretora deveriam ser prioritárias em relação às de pessoas a ela vinculadas.

133. Acerca da exposição sem nenhum tipo de cobertura ou oferecimento de garantia, a Ágora declarou que *“a avaliação de risco no mercado futuro não era feita sobre o valor do contrato, mas sim sobre uma possível variação.”* Assim, *“não seria possível exigir do cliente garantias sobre o valor de cada contrato”* (fls. 5098).

134. O argumento carece de lógica econômica, pois pequenas variações, que são comuns neste mercado, podem gerar grandes exposições. No caso citado no relatório de inquérito (fls. 5311-5312), o comitente, com renda e patrimônio declarados em ficha cadastral de R\$2.600,00 e R\$36.000,00, respectivamente, ficou com posição comprada, em IND, em número de contratos cujo valor total era superior a R\$ 2 milhões, sendo que uma pequena variação de 2% já causaria um ajuste na ordem de R\$40 mil, valor que, de acordo com os dados de sua ficha cadastral, esse investidor não poderia arcar.

135. Quanto à operacionalização do esquema dentro da corretora, foram identificados padrões bem semelhantes aos citados nas corretoras precedentes e, para evitar uma repetição, faço referência aos procedimentos citados quando da análise da SLW e da Novinvest.

136. Outro ponto citado pela Acusação é que uma auditoria realizada pela BM&F em 13.07.2007 constatou que *“procedimentos de controle identificados na Mesa de Operações foram considerados ineficazes, inexistentes e/ou em desacordo com as Regras e Parâmetros de Atuação da Corretora e demais normas e regulamentos do mercado”*, conforme descrito sucintamente a seguir (fls. 1874-1878):

- a) o horário indicado no formulário de registro de ordens correspondia ao de registro do negócio nos sistemas da BM&F, que podia acontecer até 15 minutos após o fechamento do negócio no pregão viva-voz, e não ao de efetivo recebimento da ordem transmitida pelo cliente;
- b) foram identificadas falhas na seriação cronológica das ordens de operações. Em pelo menos 2.781 ordens registradas pela corretora no período entre 22.01 e 23.03.2007, a ordem subsequente da série estava registrada com horário anterior ao atribuído à ordem precedente;
- c) havia ordens sem identificação do transmissor;
- d) havia divergências entre horários de execução e registro da ordem. Por exemplo, a ordem 271.335, registrada às 10h49, com o primeiro negócio realizado em seu atendimento às 10h26; a ordem 277.348, registrada às 15h50, com o primeiro negócio executado em seu atendimento às 15h33.



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

www.cvm.gov.br

137. Ainda que tal auditoria tenha sido realizada em período posterior àquele no qual as operações irregulares analisadas neste processo ocorreram, tal fato, além de ratificar as constatações de que na Ágora não havia o cadastramento, no sistema, de cada passo de tramitação da ordem *pari passu* com a ocorrência de cada evento, situação que facilitava sobremaneira a distribuição “artificial” dos negócios por parte do assessor, evidencia também que quase dois anos após a data em que a Fapa deixou de operar pela Ágora, o ambiente confuso e desorganizado permanecia.

138. Portanto, não se tratava de uma simples adaptação a uma “mudança de paradigma” como quis fazer crer a defesa de Ricardo Stabile, mas sim, no mínimo, de uma corretora com total ausência de controles efetivos e diligência por parte de seus dirigentes que não se atentaram para o que ocorria dentro da corretora.

139. Com efeito, a Instrução CVM nº 387/03 entrou em vigor em 28.04.2003, tendo sido concedido prazo de 60 dias para que as corretoras elaborassem as regras previstas no art. 6º e se adaptassem às disposições contidas na referida instrução. A Fapa operou por intermédio da Ágora até 10.11.2005, dois anos após o prazo concedido pela norma, tendo sido detectadas diversas irregularidades ainda em 2007.

140. Assim, não assiste nenhuma razão à acusada ao sustentar que “*no início das operações de que cuida este processo, a Instrução CVM nº 387/03 sequer estava em vigor*” e que não se poderia “*exigi[r] de um administrador, com relação aos idos de 2002 a 2005, a implementação de padrões e rotinas de controle compatíveis com ‘os atuais standards do mercado’*”, especialmente considerando que há provas que ainda em 2007 a corretora não dispunha de controles adequados.

141. Especificamente no que se refere aos deveres de diligência impostos aos administradores, concordo com a defesa ao citar que tal dever impõe aos administradores um padrão de conduta, um *standard*, de caráter eminentemente protetivo e, por consequência, não se afiguraria razoável exigir o acompanhamento detalhado de todas as atividades da instituição.

142. Entretanto, o que se vê neste processo, por parte das três corretoras, é um completo descaso de seus administradores que deixaram de verificar irregularidades facilmente detectáveis se, de fato, houvesse qualquer tipo de controle dos sistemas de registro e especificação das ordens. Como asseverado em precedente⁴⁶ desta Comissão, “*não se exige que o responsável tenha conhecimento detalhado de cada operação efetuada pela corretora, mas que ele tenha rotinas de controle que permitam detectar irregularidades recorrentes*”, o que efetivamente não ocorreu.

143. Claramente não se trata de uma “*falha pontual e isolada*”, como citado pela defesa, sendo difícil crer que os diretores responsáveis dispensem a seus próprios negócios o mesmo

⁴⁶ PAS CVM nº 01/2006, j. em 01.07.2008, Dir. Rel. Marcos Pinto.



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

www.cvm.gov.br

cuidado e diligência empregados no exercício de suas atividades junto à SLW, à Novinvest e à Ágora.

144. Ainda que a defesa de Ricardo Stabile alegue que o acusado, quando à frente da Ágora no tocante ao cumprimento das disposições da Instrução CVM nº 387/03, tenha implementado diversos projetos e aperfeiçoamentos relacionados à área de *compliance* da corretora, não foram apresentadas evidências que comprovassem as melhorias apontadas, a data exata das medidas adotadas e tampouco a relação direta entre tais ações e as falhas analisadas neste processo. Considerando que o acusado afirmou ter exercido o referido cargo de janeiro de 2004 a agosto de 2006, o fato de terem sido verificadas irregularidades no referido período, conforme exposto ao longo deste voto, que continuaram ocorrendo pelo menos até 2007, conforme auditoria realizada, denota que, caso tais medidas tenham sido efetivamente adotadas, foram absolutamente ineficazes.

145. A corroborar a responsabilidade dos diretores da SLW, Novinvest e Ágora, convém recuperar o entendimento prevalecente nesta CVM⁴⁷ a respeito dos centros de imputação de responsabilidade em relação ao cumprimento e fiscalização do cumprimento de normas, com vistas a estimular a adoção de conduta diligente por estes profissionais.

146. Sobre o tema, reproduzo trecho do voto proferido pelo Dir. Relator Carlos Rebello no julgamento do PAS CVM nº 06/2012 em 15.10.2019:

Conforme já reconhecido em inúmeras oportunidades pelo Colegiado, determinadas normas preveem, como parte da estratégia regulatória adotada pela CVM, a criação de *centro de imputação de responsabilidade* com o objetivo de evitar a diluição da responsabilidade no âmbito da pessoa jurídica e estimular a adoção de conduta diligente pelos administradores designados para ocupar certas funções, atribuindo-se a estes últimos a responsabilidade pelo cumprimento e fiscalização das normas legais e regulamentares.

147. Pelo exposto, resta configurada a materialidade do ilícito e a responsabilidade das corretoras SLW, Novinvest e Ágora e de seus respectivos diretores Pedro Weil, José Morales Junior e Ricardo Stabile por descumprirem os arts. 6º, §2º e 8º, §2º, da Instrução CVM nº 387/03, permitindo a existência de um ambiente propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F.

148. Cabe ressaltar que com exceção da Ágora, cujas irregularidades ocorreram em período anterior à vigência da alteração da Instrução CVM nº 387/03 promovida pela Instrução CVM nº 450/03, de 30 de março de 2007⁴⁸, é imputada também à SLW, à Novinvest e aos diretores Pedro

⁴⁷ PAS CVM RJ2005/8510, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04.04.2007; PAS CVM RJ2010/9129, Dir. Rel. Otávio Yazbek, j. em 09.08.2011; PAS CVM RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23.10.2012; PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06.12.2012; PAS CVM 03/2009, Dir. Rel. Ana Novaes, jul. em 30.04.2013; PAS CVM 01/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 09.07.2013; PAS CVM RJ2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04.08.2015; PAS CVM RJ2013/5456, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 20.10.2015; PAS CVM 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 24.05.2016; e PAS CVM 19957.0003266/2017-90, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 10.04.2018.

⁴⁸ Com a alteração promovida, o parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03 passou a indicar, além do diretor responsável, a corretora como destinatária do seu comando, a saber: “*Parágrafo único. As corretoras e o diretor referido no caput devem, no exercício de suas atividades, empregar o cuidado e a diligência que todo homem*



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

www.cvm.gov.br

Weil, José Morales Junior e Ricardo Stabile, conjuntamente com as infrações citadas, infração ao dever de diligência imposto pelo parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03, sendo que a falta de diligência dessas corretoras somente é considerada a partir de 30.03.2007, data em que a norma foi alterada.

149. Por fim, tendo em vista que a Instrução CVM nº 387/03 entrou em vigor em 29.04.2003, com relação à SLW e à Novinvest e seus respectivos diretores somente serão consideradas, para fins de dosimetria, as operações realizadas após a referida data.

III.3. OPERAÇÕES REALIZADAS POR PESSOAS LIGADAS À SLW

III.3.1. OPERADORES MARCELO PORTO E MAURÍCIO PORTO

150. Marcelo Porto, agente autônomo de investimento vinculado à SLW, é acusado pelo ilícito de prática não equitativa por (i) ter realizado negócios em nome de sua esposa à época dos fatos, R.S., que resultaram no lucro de R\$2.231.030,00, e (ii) ter concorrido para a realização do ilícito que tiveram como beneficiários os comitentes Cesar Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins, Luiz Ataranto e Olavo Diniz.

151. Diante dos elementos constantes aos autos, verifica-se que a Acusação conseguiu demonstrar por meio de um conjunto probatório extenso a participação ativa do acusado no esquema ilícito montado para lesar a Fapa em benefício dele próprio, por meio das operações realizadas em nome de sua esposa, e de sua rede de contatos na corretora SLW, incluindo operadores de mesa e clientes, conforme será detalhado adiante.

152. Já Maurício Porto, irmão de Marcelo Porto e também agente autônomo de investimento vinculado à SLW, foi acusado pelo mesmo ilícito por ter (i) ter realizado e se beneficiado das práticas não equitativas auferindo lucro indevido de R\$1.133.740,00, e (ii) concorrido para a realização das práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes Cesar Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins, Luiz Ataranto e Olavo Diniz.

153. Não resta dúvidas de que Marcelo Porto era quem fazia o assessoramento da Fapa e recebia suas ordens de negociação, conforme afirmado pelo acusado em depoimento (fls. 4797-4803) e, na sua ausência, Maurício Porto era o responsável por tais operações. Foi, inclusive, por intermédio de Marcelo Porto que a Fapa passou a operar com a SLW.

154. Na outra ponta, fica igualmente clara a relação entre os operadores e deles com os comitentes, pois, além da relação de parentesco entre Marcelo, Maurício e R.S., os demais acusados eram clientes da corretora Concórdia antes de ingressarem na SLW, tendo todos sido trazidos por Marcelo Porto, elo de ligação entre esses comitentes envolvidos no esquema. A SLW, inclusive, afirmou que os irmãos, juntamente com Geraldo Pereira, eram os responsáveis por

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.” (grifou-se)



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

www.cvm.gov.br

receber e executar as ordens dos acusados Cesar Bonatto, Elso Martins, Elton Ughini, Geraldo Pereira, Ingo Krause, Marcelo Gagliardi, Maurício Porto e sua esposa R.S. (fls. 991).

155. Primeiramente, destaca-se que Marcelo Porto, em conjunto com seu irmão Maurício Porto, dispunha das ferramentas necessárias para distribuir artificialmente os negócios entre os comitentes beneficiados e a Fapa, uma vez que, além de ser o assessor de todas as partes envolvidas, trabalhava em uma corretora que lhe proporcionou um ambiente propício para viabilizar o esquema ilícito.

156. Embora o acusado tenha argumentado que assessores não teriam acesso ao sistema de registro ou de especificação de ordens Sinacor, alegação trazida por outros acusados, esse argumento não elide a possibilidade de a especificação ser direcionada de acordo com intenção do operador, uma vez que, como foi ressaltado pela Acusação, o *BackOffice*, ou “ponta de mesa”, no sistema Sinacor inclui os dados no sistema de acordo com os dados passados pelo assessor que recebera a ordem.

157. Além desses elementos, os seguintes indícios analisados conjuntamente permitem concluir a unidade de desígnios desse grupo liderado por Marcelo Porto para prejudicar a Fapa: (i) resultados sistematicamente favoráveis na negociação de *day trades* com contratos futuros que não são compatíveis com operações legítimas de mercado; (ii) ocorrência de operações em períodos concomitantes entre os acusados e a Fapa, o que permitia que fossem alocados bons resultados para os participantes do esquema e, quando fosse necessário, prejuízos à fundação; (iii) o *modus operandi* identificado pela Acusação para a realização das operações, em que a adoção de procedimentos de registro das ordens e especificação das operações permitia a manipulação dos resultados das operações, conforme já comentado.

158. Além disso, considerando que no período em que operou pela SLW a Fapa teve um prejuízo de R\$13.412.570,00 em Ajustes do Dia em IND (2002 a 2008), ao comparar os resultados apresentados pelo grupo ligado a Marcelo Porto em operações no mercado futuro nota-se a disparidade nos desempenhos, conforme consolidado a seguir:

Acusados	Dias em que operou	Período	Taxa de sucesso	Taxa de sucesso financeiro	Total recebido
Maurício Porto	370	2003 a 2008	74%	91%	1.133.740,00
Geraldo Pereira	664	2002 a 2008	81%	95%	3.029.663,00
Cristiane Coelho	60	2007 e 2008	77%	96%	317.250,00
R.S.	839	2002 a 2008	73%	81%	2.231.030,00
Cesar Bonatto	316	2002 a 2008	78,2%	92%	1.421.350,00
Claudio Arena	102	2002; 2007 e 2008	64%	90%	655.550,00
Elso Martins	334	2002 a 2008	73%	91%	1.259.500,00
Luiz Ataranto	213	2005 a 2008	71%	90%	839.260,00

159. A discrepância entre os ganhos auferidos pelos acusados e as perdas sofridas pela fundação, a grande maioria dos casos em períodos concomitantes, já representa um forte indício de que havia um mecanismo artificial de distribuição das ordens. Esses números comprovam, ainda, que houve, de fato, um comitente lesado, diferentemente do que alegaram alguns 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

www.cvm.gov.br

160. Em todos os anos em que operou pela SLW, a Fapa incorreu em perdas em Ajustes do Dia, tendo negociado em mais de 710 pregões entre os anos de 2002 e 2008. Geraldo Pereira, por exemplo, que também operou de 2002 a 2008, negociou em 664 pregões, número próximo ao da Fapa e, ao contrário, teve sucesso financeiro em todos os anos, sendo que em 2002 sua taxa de sucesso e taxa de sucesso financeiro foi de 100%.

161. Nesse contexto, rechaço o argumento de alguns acusados no sentido de que a análise das operações somente comprovaria que operavam em sentido contrário à Fapa. Diversamente do alegado, a análise das operações deixa evidente que houve manipulação das ordens para auferir lucros às custas da Fundação, sendo que em todos casos analisados no relatório de inquérito há especificações para o comitente ganhador e para a Fapa sendo feitas, muitas vezes, exatamente na mesma hora, e, em diversos deles as especificações ocorreram após o encerramento do pregão, dentro da última janela.

162. A título de exemplo, vale mencionar as operações em IND realizadas analisadas em 06.11.2003 e analisadas em detalhes no relatório de inquérito (tabela 32 às fls. 5252):

Tabela 3 - Operações do dia 06.11.2003 (série Z03)

LINHA	NOME DO INVESTIDOR	HORA ORDEM	HORA NEGÓCIO	Nº NEGÓCIO	HORA ESPECIFICAÇÃO	TIPO	QTDE. CONTRATOS	COTAÇÃO NEGOCIO	AJUSTE DO DIA
(1)	MAURICIO PORTO	11h40	9h08	270-2	18h31	C	5	18.485,00	5.880,00
(2)	FAPA	11h40	9h34	611-2	18h31	V	5	18.620,00	(3.855,00)
(3)	FAPA	11h40	10h04	945-6	18h31	V	5	18.650,00	(3.405,00)
(4)	FAPA	11h40	12h43	5049-9	18h31	V	5	18.700,00	(2.655,00)
(5)	FAPA	11h40	12h58	5714-0	18h31	V	5	18.790,00	(1.305,00)
(6)	FAPA	11h40	13h09	6190-3	18h31	V	5	18.750,00	(1.905,00)
(7)	MAURICIO PORTO	15h56	13h27	6921-1	18h31	V	5	18.920,00	645,00
(8)	FAPA	11h40	13h39	7181-0	18h31	V	5	18.780,00	(1.455,00)
(9)	FAPA	11h40	13h47	7291-3	18h31	V	5	18.840,00	(555,00)
(10)	MAURICIO PORTO	11h40	14h01	7446-0	18h31	C	5	18.805,00	1.080,00
(11)	MAURICIO PORTO	15h56	16h31	10566-8	18h31	V	5	18.940,00	945,00
(12)	MAURICIO PORTO	11h40	17h26	11166-8	18h31	C	5	18.880,00	(45,00)
(13)	MAURICIO PORTO	15h56	17h26	11167-6	18h31	V	10	18.910,00	990,00
(14)	MAURICIO PORTO	11h40	17h26	11169-2	18h31	C	5	18.875,00	30,00

163. Verifica-se que à Fapa foram distribuídos os sete piores negócios do dia, o que resultou em um prejuízo total em Ajustes do Dia de R\$15.135,00, enquanto que foram alocados a Maurício Porto as três melhores vendas, totalizando um lucro de R\$9.525,00.

164. Além do evidente favorecimento de determinados comitentes em detrimento da Fapa, é nítido que as especificações de todos esses negócios ocorreram exatamente no mesmo horário, após o término do pregão e dentro da última janela de especificação, sendo mais uma evidência de que as operações eram manifestamente manipuladas.



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

www.cvm.gov.br

165. Nesse sentido, não merece prosperar o argumento suscitado por um dos acusados quanto à análise das operações apresentadas no relatório de inquérito, no sentido de que teriam deixado de considerar eventuais negociações na direção oposta para zerar uma operação ou abrir uma nova posição, sendo relevante verificar as operações dos demais comitentes no mesmo dia, pois certamente teriam suportado prejuízo ou preços piores.

166. O que importa para a comprovação do ilícito aqui analisado é a existência de operações de mercado com condições artificiais de alocação em que uma parte é beneficiada em detrimento de outra. Por óbvio, a corretora possui diversos outros clientes que não participam dessa relação e que negociam contratos futuros normalmente, com perdas e ganhos diários, o que em nada altera a conclusão aqui apontada, tratando-se, na verdade, do comportamento normal desse tipo de operação.

167. Melhor sorte não atende a alegação de que a Fapa teria tido lucro superior ao dos acusados em alguns pregões, sendo que os resultados da fundação seriam derivados de *“ajuste[s], não de prejuízo[s], ao contrário, sem correlação com operação, mas sim com a flutuação do mercado em relação a sua posição”*.

168. Essa afirmação carece de verossimilhança em todos os sentidos. A uma porque, com uma breve análise dos números apresentados, vê-se que, ainda que a Fapa tenha auferido lucros em determinados dias, o resultado líquido das suas operações foi infinitamente inferior ao dos acusados. Pode-se imaginar vários motivos para justificar essas ocorrências, como, por exemplo, um descuido por parte dos operadores, já que eram muitos partícipes envolvidos para beneficiar, janelas de especificação para administrar e um elevado número de operações, ou até mesmo uma flutuação positiva do mercado naquele dia que tenha permitido lucros a todos os comitentes, sobrando espaço para a Fapa até mesmo lucrar, ainda que em valores inferiores aos que seriam auferidos em condições normais de mercado.

169. De qualquer forma, o fato é que a Fundação suportou prejuízos altíssimos derivados, na verdade, de ajustes nas operações ocasionados não pela flutuação de mercado e, sim, pela ação ilícita consistente na alocação artificial dos negócios para favorecimento de determinados comitentes, sendo esse o liame entre a conduta dolosa dos acusados e as perdas causadas à instituição.

170. Nessa linha, ainda que se admita que é necessário o envolvimento de integrantes da Fapa para que o esquema seja bem-sucedido por um período de tempo tão grande, como de fato foi comprovado, não se sustenta a tese de que todo o problema poderia ser atribuído aos integrantes da Fapa devido às *“limitações estruturais de gestão concentradas em uma única pessoa”*.

171. Além disso, quando questionado se consideraria razoável uma taxa de sucesso de 100% no mercado IND, consta no depoimento de Marcelo Porto a seguinte resposta *“depende muito do perfil de cada um, além da época do mercado. Não consegue então apontar um índice. Não considera normal uma taxa de sucesso de 100%, mas como já viu clientes que sempre perdiam, entende ser factível a taxa de sucesso de 100%”*. Vê-se que a sua justificativa para



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

www.cvm.gov.br

explicar uma taxa de sucesso de 100%, ainda que o acusado tenha afirmado que tal taxa não é normal, não faz nenhum sentido do ponto de vista lógico.

172. Diante dos fatos analisados, não resta dúvidas de que Marcelo Porto, em conluio com seu irmão Maurício Porto, arquitetaram um esquema ilícito de favorecimento dos comitentes por eles escolhidos, tendo ambos se valido de suas posições para lesar a Fapa por meio da alocação artificial de ordens propiciada pela ausência de controles internos na SLW, motivos pelos quais Marcelo e Maurício Porto devem ser responsabilizados pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, sendo as circunstâncias em que foram realizadas as operações suficientes para comprovar que os acusados estavam cientes de que se tratavam de negócios irregulares, realizadas tão somente para beneficiá-los de modo particular.

173. Comprovado o caráter ilícito das operações e a consequente atuação irregular por parte dos agentes responsáveis pela organização do esquema dentro da SLW, cumpre examinar a conduta das pessoas identificadas pela área técnica como os beneficiários do esquema do direcionamento artificial de ordens assessoradas ou vinculadas a Marcelo Porto e Maurício Porto.

174. Os primeiros beneficiários analisados são os próprios operadores que, além de terem arquitetado o esquema, participaram diretamente negociando IND. Com relação a Maurício Porto, os seguintes indícios demonstram a sua participação também como beneficiário, a saber: (i) altíssimas taxas de sucesso, pois, nas operações realizadas entre 2003 e 2008 pela SLW, o acusado auferiu um lucro total de R\$1.133.740,00, com taxa de sucesso de 74% e taxa de sucesso financeiro de 91% em um total de 370 pregões; (ii) o *modus operandi* das operações que seguiam o padrão irregular já citado anteriormente, com as “melhores” ordens sendo direcionadas a ele, o registro recorrente de ordens após a sua execução (59% dos negócios feitos por Maurício Porto foram executados antes da abertura da ordem) e as especificações aos acusados e à Fapa sendo feito no mesmo instante.

175. Quanto às operações em nome de R.S., esposa de Marcelo Porto à época dos fatos, ficou comprovado que, na verdade, Marcelo Porto se utilizava da conta da esposa para efetuar “operações com seguro”, pois R.S. afirmou em depoimento que “*nunca ficou muito a par das operações*” e que “*Marcelo tinha todo o aval para aplicar*”, tendo ressaltado que não teria recebido todo o montante de ganhos apontados no valor total de R\$2,2 milhões (fls. 4797-4803). Além disso, as declarações da ex-esposa deixam claro que ela tinha conhecimentos rasos acerca do mercado de capitais, não sabendo dizer o que seria *daytrade* e sempre fazendo referência a Marcelo Porto e Maurício Porto ao ser questionada sobre questões técnicas e estratégicas ligadas às operações feitas na sua conta.

176. Entre os anos de 2002 a 2008, período em que que R.S. operou concomitantemente à Fapa, suas médias de taxa de sucesso e de sucesso financeiro foram de 73% e 81%, respectivamente. A Acusação chamou a atenção ainda para dois fatos que corroboram a conclusão de que a conta de R.S. era utilizada pelo marido para fins ilícitos: (i) embora Marcelo Porto tenha operado em nome próprio no período investigado, seus resultados foram sensivelmente menores



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

www.cvm.gov.br

do que sua esposa e não foram constatados indícios de autofavorecimento na distribuição dos negócios, a demonstrar que o acusado se utilizava do nome da esposa para evitar qualquer tipo de vinculação de seu nome à fundação que ele próprio assessorava; (ii) a Acusação verificou que quando a Fapa deixou de operar neste mercado, R.S. realizou apenas quatro operações *day trade* no mercado de IND, com taxa de sucesso de apenas 25%.

177. Além de Marcelo e Maurício Porto, foram acusados, no âmbito da SLW, (i) Geraldo Pereira e Cristiane Coelho, agentes autônomos vinculados à SLW à época dos fatos e integrantes da equipe de Marcelo Porto; (ii) os comitentes César Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins, Luiz Ataranto, Olavo Diniz e Eduardo Barros, clientes da corretora assessorados por Marcelo e Maurício Porto, cujas condutas serão analisadas a seguir.

III.3.2. COMITENTES LIGADOS A MARCELO PORTO E MAURÍCIO PORTO

178. Inicialmente, cabe destacar que, em linha com as decisões anteriores desta Autarquia, o ilícito de prática não equitativa no mercado de valores não é restrito ao intermediário responsável pela execução dos negócios, sendo igualmente passível de punição os comitentes que atuarem conjuntamente com os agentes que detêm os meios necessários para colocar qualquer das partes em posição de desequilíbrio, desde que comprovada a unidade de desígnios que caracteriza a coautoria⁴⁹.

179. Assim, com a finalidade de comprovar a intenção dos envolvidos, é que foram reunidos diversos documentos e informações relativas às operações analisadas neste processo, em um trabalho extenso e criterioso conduzido pela Acusação no intuito de reunir elementos suficientes para que o julgador, diante da análise dos indícios e contra indícios apresentados, chegasse a uma conclusão.

180. Como citado na parte inicial deste voto, ainda que não seja imprescindível em todos os casos, o primeiro indício considerado como suporte à conclusão de que os investidores beneficiados tomaram parte no esquema fraudulento é a existência de vínculos pessoais com o intermediário ou com pessoa ligada aos comitentes prejudicados.

181. Nesse sentido, há uma relação clara entre os acusados Geraldo Pereira e Cristiane Coelho e os operadores que gerenciavam o esquema, pois ambos era agentes autônomos na corretora Concórdia e trabalharam com Marcelo Porto antes de se transferirem para a SLW em 2002.

182. Geraldo Pereira declarou que tinha acesso ao terminal do Megabolsa e que fez uma parceria com a equipe de Marcelo Porto, tendo, inclusive, recebido ordens da Fapa na ausência de Marcelo (fls. 4791-4795). Além do estreito vínculo com Marcelo Porto e seu time, os seguintes indícios apurados pela Acusação demonstram a participação de Geraldo Pereira no esquema fraudulento (i) excelentes taxas de sucesso e de sucesso financeiro, com médias de 81% e 95%,

⁴⁹ V. PAS CVM nº 21/2010, j. em 16.10.2019.



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

www.cvm.gov.br

respectivamente, tendo auferido lucros de R\$3.029.663,00 no período de 2002 a 2008, tendo pago, nos sete anos, somente R\$171 mil em Ajustes do Dia; (ii) explicações incoerentes sobre o seu resultado financeiro⁵⁰.

183. Da mesma forma, Cristiane Coelho tinha estreita relação com Marcelo Porto e, além de ter migrado para a SLW por indicação do acusado, era sócia, juntamente com Marcelo Porto e Geraldo Pereira, na sociedade GKTL Agentes Autônomos de Investimento Ltda. desde 2000, fato corroborado por Geraldo Pereira em depoimento (fls. 4791-4795).

184. Em que pese a acusada ter alegado que já teria ouvido falar sobre a Fapa, mas que não conhecia a fundação, tal afirmação não é crível, pois, como já citado, Marcelo Porto era o responsável pelo assessoramento e recebimento das ordens da Fapa, tendo Mauricio Porto e Geraldo Pereira, membros de sua equipe assim como Cristiane Coelho, declarado que recebiam ordens da Fapa na ausência de Marcelo.

185. Além desses indícios, assim como os acusados analisados nessa seção, Cristiane Coelho obteve altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro: em 2007, dos 56 pregões em que operou, obteve sucesso em 42 (75%), com taxa de sucesso financeiro de 95% e, em 2008, apesar de ter operado somente em quatro pregões, teve êxito nos quatro e taxa de sucesso financeiro de 96%, com lucro, nos dois anos, de R\$317.250,00 (o total pago no período em Ajustes do Dia foi R\$15.350,00).

186. Com relação aos clientes da SLW que eram assessorados pelos operadores do esquema, começo a análise pelo comitentes Cesar Bonatto, Claudio Arena, Elso Martins e Luiz Ataranto, com relação aos quais restou demonstrado vínculo direto com Marcelo Porto, uma vez que todos foram clientes da corretora Concórdia onde os irmãos trabalharam, tendo os quatro acusados migrado para a SLW por indicação de Marcelo Porto, conforme afirmado pelo operador em depoimento (fls. 4798-4799)⁵¹.

187. Com relação a Cesar Bonatto, foram identificados os seguintes indícios a demonstrar a sua participação no esquema fraudulento: (i) altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro (médias de 78,2% e 92%, respectivamente, durante os sete anos em que operou – 2002 a 2008); (ii) informações indicadas na ficha cadastral de 01.03.2004 que não refletiam a sua real situação patrimonial e eram totalmente incompatível com as operações realizadas no mercado futuro, que somavam um “lucro”, até aquela data, de R\$454 mil (no total, Cesar Bonatto ganhou

⁵⁰ Quanto ao seu excelente desempenho em operações no mercado de IND (taxa de sucesso financeiro de 95%), Geraldo Pereira declarou, em novo depoimento prestado via ofício (fls. 5189), que “*tinha muita disciplina operacional operando com sistema de stop*” (...) “*vamos supor que eu abra uma posição depois de analisar várias coisas como gráfico, agendas, noticiário, tendências do mercado, feeling e etc mais essa minha posição está dando prejuízo e eu espero o tempo dentro da minha disciplina de Stop e o mercado volta a meu favor e aí sim realizo o lucro, ótimo obtive sucesso mais 90% do tempo estava com insucesso*” (sic).

⁵¹ Embora conste das fichas cadastrais de Cesar Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins e Luiz Ataranto, apresentadas pela SLW, como sendo clientes assessorados por Maurício Porto, os referidos comitentes declararam em seus depoimentos (fls. 3939-3945, 4017-4021, 4029-4033 e 4359-4364, respectivamente) que o responsável pela recepção de suas ordens era Marcelo Porto, que era quem efetivamente os assessorava.



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

www.cvm.gov.br

R\$1.421.350,00 nos 316 pregões em que operou durante sete anos)⁵²; (iii) inconsistências em sua declaração quanto ao processamento de suas ordens⁵³; (iv) perfil das ordens do investidor, com um padrão semelhante ao dos demais acusados analisados anteriormente, cujos negócios eram executados antes da abertura da ordem, sendo os horários de especificação coincidentes entre diversas ordens do acusado e da Fapa, com execução feita de forma segmentada, dentro de uma faixa larga de valores.

188. Quanto a Claudio Arena, o acusado alega que *“não só é o investidor que apresenta a menor taxa de sucesso dentre os citados beneficiários clientes da SLW (...) tendo sido o único a apresentar Taxa de Sucesso inferior a 70%”* (fls. 3930). Ressaltou, ainda, que tal taxa de sucesso seria razoável e possível de ser explicada em função de sua expertise em operações de mercado.

189. Ainda que concorde que seja possível que um comitente experiente tenha uma taxa de sucesso de 64%, o mesmo não poderia ser dito com relação à taxa de sucesso financeiro, que, não à toa, não foi objeto de grande contestação por parte da defesa, tendo alegado apenas que *“foi a segunda mais baixa dentre os 18 clientes da SLW acusados e a terceira mais baixa dentre todos os 29 investidores clientes das três corretoras”* (fls 5.939), em que pese tratar-se de uma taxa média de 90%.

190. Essa taxa, como citado no início deste voto, reflete os ajustes positivos face ao total modular de ajustes ocorridos e, quando elevada e distante da taxa de sucesso, serve como um forte indício de que o comitente tentou utilizar um artifício consistente em incorrer em pequenos prejuízos em certos pregões a fim de não apresentar alta taxa de sucesso. Essas perdas, contudo, são pequenas se comparadas com os lucros obtidos nos *day trades* bem-sucedidos, como é o possível identificar nas operações do acusado, que somente perdeu R\$84.950,00 frente a lucros totais de R\$655.550,00.

191. Nesse sentido, consta que o acusado fez operações *day trade* nos anos de 2002, 2007 e 2008, tendo operado em 8, 59 e 35 pregões, respectivamente. No primeiro ano, desses 8 pregões, o acusado obteve êxito em 7, com uma taxa de sucesso elevadíssima de 88% e de sucesso financeiro de 94%, tendo pago somente R\$4.650,00 e recebido R\$73.350,00 naquele ano. Em 2007, de 59 pregões, auferiu lucros em 41 (70%), tendo obtido no total R\$497.800,00 (taxa de sucesso financeiro de 93%), e no ano seguinte, de 35 pregões, ganhou em 17 deles, com lucros totais de R\$84.400,00.

192. Vê-se, portanto, que apesar de ter reduzido sua taxa de sucesso no último ano em que operou, seus ganhos líquidos e suas taxas de sucesso financeiro nos três anos são extremamente

⁵² Indagado a respeito das inconsistências de sua ficha cadastral, o acusado declarou que *“não preencheu o questionário constante na ficha cadastral de maneira fidedigna, por resguardo das informações”*.

⁵³ Questionado quanto ao tipo de ordens que emitia, afirmou que *“sempre a mercado daquele momento em que a ordem era passada”*, sendo que várias de suas ordens foram executadas ao longo do dia por diferentes valores. Além disso, acerca dos horários das ordens, respondeu que *“a partir das 10h05, um pouco depois da abertura do pregão”*, sendo que ao analisar suas ordens na negociação pela SLW, verificou-se que a maior parte destas foi aberta na parte da tarde.



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

www.cvm.gov.br

elevadas, até mesmo para um investidor com conhecimentos em um mercado altamente líquido que conta com um forte componente aleatório, como expôs a ex-Diretora Ana Novaes no precedente já citado.

193. Adicionalmente, não se mostra coerente a saída desse mercado de um investidor com tamanha expertise cujos resultados era extraordinariamente positivos; ainda que tenha parado as operações por conta da doença de sua mãe e posterior falecimento em abril de 2008, seria natural que diante de negócio tão lucrativo e intuitivo para o acusado, ele voltasse a operar nesse mercado, o que não aconteceu⁵⁴. A Fapa, por sua vez, informou que parou de operar em agosto de 2008⁵⁵, próximo ao período em que o acusado saiu do mercado de IND.

194. Além de todos os indícios já apontados, há inconsistências acerca de sua renda e patrimônio declarados, pois o acusado afirmou, em depoimento, que antes de começar a operar seu patrimônio era “*superior a 10 milhões de reais*” e “*atualmente [17.10.2012] está acima de 30 milhões de reais*”. Em sua ficha cadastral preenchida em 28.01.2002, o acusado informou patrimônio de R\$1,2 milhões em bens imóveis e R\$60 mil em outros bens e valores, tendo dito, quando questionado a respeito dessas inconsistências, que “*não viu necessidade de prestar as informações corretas nessa ficha*” (fls. 4017).

195. Por fim, reforço que, assim como os outros acusados, o padrão de realização das ordens, execução e especificação seguiu o mesmo *modus operandi* utilizado por Marcelo e Maurício Porto, assim como pelos outros acusados, como já mencionado.

196. Por sua vez, no que diz respeito a Elso Martins, verificou-se que, além de ser assessorado por Marcelo Porto e ter sido levado para a SLW por intermédio do operador, o investidor já o conhecia antes mesmo da época da Concórdia, tendo afirmado ser “*amigo de bar*” de Marcelo Porto que, em seu depoimento, afirmou que eram amigos de infância.

197. Além da estreita relação com Marcelo Porto, outros indícios demonstram a participação do investidor no esquema, a saber (i) altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro no período em que negociou IND (2002 a 2008), tendo auferido lucros totais de R\$1.259.500,00 ao passo que somente pagou em Ajustes do Dia do período R\$137.875,00 (taxas médias de sucesso e sucesso financeiro de 73% e 91%, respectivamente); (ii) as explicações acerca de suas operações estarem totalmente incoerentes com o seu histórico de operações na SLW⁵⁶; (iii) o fato de o

⁵⁴ A última operação do acusado em IND foi no dia 17.04.2008. A defesa informou que no período de 2009 a 2013 Claudio Arena teria investido em fundos imobiliários e multimercado, além de ações e opções (fls. 5932-5933) (defesa protocolada em 16.07.2014).

⁵⁵ Em que pese a Fapa ter fornecido essa informação por meio do Ofício Fapa nº 037/2010, de 28.12.2010, dados fornecidos pela BSM demonstraram que a instituição operou com IND até 16.09.2008 (fls. 2914).

⁵⁶ Questionado acerca dos tipos de ordem que emitia, respondeu que “*dava ordens a mercado, ou seja, está ‘x’ pontos, compra, batendo ‘y’ pontos, vende*”, acrescentando que “*deixava ordens apostando em determinado patamar de preço. Se este patamar não fosse atingido, cancelava então a ordem dada*”. A Acusação verificou que dos 342 dias em que emitiu ordens (sempre aos pares, de compra e de venda) no período em que operou neste mercado, em apenas 7 dias as duas ordens foram canceladas, e em apenas um dia o cancelamento atingiu apenas uma das ordens, com carregamento da posição para o dia seguinte. Nos demais 334 dias, tais “*patamares*” foram atingidos e ambas as ordens foram executadas, resultando em *day trades*.



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

www.cvm.gov.br

acusado ter encerrado suas negociações em Índice Futuro no mês de agosto de 2008, mesmo período em que a Fapa informou ter deixado de operar neste mercado e, quando questionado se continuaria investindo em mercado futuro após o período investigado, Elso declarou que não, pois “*não tem dinheiro disponível para poder apostar neste mercado*”, o que soa totalmente contraditório visto que o acusado operou no mercado em questão por sete anos consecutivos.

198. Ao ser perguntado se considerava normal performance nos patamares por ele alcançados para quem opera nesse mercado, o acusado declarou que “*se considera uma pessoa que ganha dinheiro em bolsa, principalmente quando olha em sua volta, pois seus amigos não são tão bem sucedidos*” (fls. 4031-4032).

199. Percebe-se claramente que as declarações do acusado são contraditórias e demonstram que, ao assumir posições relevantes no mercado futuro, desproporcionais à sua capacidade financeira para suportar eventuais prejuízos, o acusado tinha a certeza de que os riscos desse tipo de operação seriam anulados ou ao menos reduzidos em razão da distribuição artificial de negócios conduzida por Marcelo Porto.

200. Com perfil muito similar ao de Elso Martins, foram identificados os seguintes indícios com relação a Luiz Ataranto que permitem afirmar que investidor estava a par e se beneficiou da atividade ilícita capitaneada por Marcelo Porto: (i) altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro, com médias de 71% e 90%, respectivamente, durante os anos em que operou (2005 a 2008); (ii) teor contraditório de suas declarações, pois de um lado se intitulou como bom conhecedor do mercado financeiro e um estudioso da área, mas, ao ser perguntado sobre as razões que o levaram a operar no mercado de IND, respondeu que “*o mercado de day trade é o mercado de índice futuro, incluindo dólar e commodities*” e que o risco associado a esse tipo de aplicação seria “*calculado com limite de perda*” (fls. 4360); (iii) afirmou e reiterou ter passado a operar pela SLW por indicação de um amigo falecido e que conhecia a esposa de Marcelo Porto, mas não o conhecia pessoalmente, em que pese Marcelo Porto ter afirmado que Luiz Ataranto começou a operar na SLW por seu intermédio; (iv) assim como Elso Martins, Luiz Ataranto encerrou suas negociações em IND no mês de agosto de 2008, mesmo período em que a Fapa declarou ter deixado de operar neste mercado.

201. Além desses fatores, uma análise mais detalhada das operações de Luiz Ataranto, especificamente aquelas realizadas em 04.10.2007, demonstra uma repetição do padrão ilícito identificado também nas operações dos comitentes analisados anteriormente, havendo até mesmo ordens executadas pelo acusado e pela Fapa no mesmo horário, com registros dessas ordens após a execução em horários diferentes (13h03 da Fapa e 13h09 do acusado), e, depois disso, a especificação para ambos feita no mesmo horário (13h56), tendo sido alocada a pior delas para a Fapa, caracterizando também infração às disposições constantes da Instrução CVM Nº 387/03, conforme já mencionado.

202. Com relação a Olavo Diniz, ainda que não tenha sido demonstrado vínculo prévio ao seu ingresso na SLW com Marcelo Porto, o acusado era cliente do operador (fls. 4802) e, além de



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

www.cvm.gov.br

ter auferido lucros elevados com as operações realizadas nos anos de 2006, 2007 e 2008, com taxas médias de sucesso e de sucesso financeiro de 77% e 92%, respectivamente, que, além disso, repetem o padrão irregular identificado nas operações dos demais acusados, as informações indicadas na ficha cadastral do investidor refletem uma situação patrimonial incompatível com as operações realizadas no mercado futuro, que somaram um “lucro” de R\$601.550,00.

203. Por fim, no que se refere a Eduardo Barros, restou comprovado seu vínculo com Geraldo Pereira, membro da equipe de Marcelo Porto que, além de ter trazido Eduardo para a SLW, não somente se beneficiou com o esquema de alocação irregular de operações, como também auxiliava Marcelo Porto e, além de ter acesso ao Megabolsa, recebia as ordens da Fapa na ausência daquele.

204. Além do vínculo com Geraldo Pereira, o investidor, apesar de ter operado somente nos anos de 2007 e 2008, teve taxas de sucesso financeiro próximas a 100%⁵⁷, com taxa de sucesso de 86% nos dois anos e ganho total de R\$928.050,00. Após ter operado em 168 pregões em um período concomitante à Fapa (de 11.04.2007, quando iniciou as negociações com IND, a 16.09.2008, quando a Fapa efetivamente parou de operar), de 17.09.2008 a 05.02.2009, data do último pregão em que o acusado negociou IND pela SLW, Eduardo Barros esteve presente em apenas 9 pregões (CD às fls. 2914).

III.3.3. COMITENTES LIGADOS A ALEXANDRE PONSIRENAS E ANDRÉ MAMED

205. Os operadores Alexandre Ponsirenas e André Mamed, agentes autônomos vinculados à SLW a partir de 2002, são acusados de terem concorrido para a realização das práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes Antônio Lima, Ingo Krause, Life Peers Partners, Elton Ughini, Marcelo Gagliardi e Euclides Bolini.

206. Ambos foram sócios na Ômega de 2002 a 2006 e trabalhavam juntos na SLW (fls. 4757), tendo André Mamed ido para a SLW levando uma carteira de clientes da corretora onde trabalhava anteriormente, dentre eles os acusados Elton Ughini e Life Peers. Embora constasse da ficha cadastral de todos esses comitentes o nome de André Mamed como assessor, verificou-se, nos depoimentos tomados, que tais acusados, em sua maioria, tornaram-se clientes da corretora SLW por intermédio de Alexandre Ponsirenas e eram atendidos indistintamente por ambos os operadores.

207. Os resultados das operações dos comitentes integrantes ligados a Alexandre Ponsirenas e André Mamed no mercado futuro por si só já constituiu um forte indício de atuação irregular, conforme pode ser verificado na tabela abaixo:

Acusados	Nº de dias em que operou	Período	Total pago	Taxa de sucesso	Taxa de sucesso financeiro	Total recebido
Antônio Lima	10	2004	1.500,00	90%	98%	73.350,00
Ingo Krause	19	2004	0	100%	100%	148.125,00
Elton Ughini	21	2004 a 2006	0	100%	100%	444.075,00

⁵⁷ 98% em 2007 em 85 pregões e 97% em 2008 em 83 pregões.



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

www.cvm.gov.br

Euclides Bolini	17	2004	0	100%	100%	83.100,00
Marcelo Gagliardi	19	2004	0	100%	100%	141.150,00
<i>Life Peers (PJ)</i>	32	2002 a 2005	12.000,00	72%	93%	145.875,00
Total	118	-	13.500,00	-	-	887.550,00

208. Na hipótese vertente, as operações têm características semelhantes entre si, que consistem em um curto período de negociações com *day trades* (19 pregões em média), grande parte concentrada no ano de 2004, com resultados quase que absolutamente positivos, pois o grupo auferiu lucros de R\$887.550,00 ao passo que pagaram somente R\$13.500,00 em Ajustes do Dia.

209. Considerando apenas os investidores pessoas físicas, fica ainda mais evidente a existência de um arranjo intencional das ordens desse grupo, pois de um total de 86 operações *day trade* realizadas, houve sucesso em 85 delas, com um ganho acumulado de R\$889.800,00 que, do ponto de vista estatístico, seria praticamente impossível de ser atingido⁵⁸, sendo que o único que teve prejuízo foi Antônio Lima que confessou fazer parte de um esquema, como será visto adiante⁵⁹.

210. Outra característica do grupo que chama a atenção é o fato de que, diante da análise dos extratos de conta corrente (CDs às fls. 990, 2047, 2062, 3100 e 3927) desses comitentes⁶⁰, verificou-se que, em média, a cada duas ou três operações realizadas (ou, em alguns casos, até mesmo a cada dia), estes comitentes “zeravam” suas contas correntes na corretora, transferindo todos os lucros obtidos para as suas contas correntes bancárias, mesmo voltando a atuar novamente nos pregões dos dias subsequentes, a demonstrar que tinham certeza de que não existiam potenciais prejuízos a serem cobertos em suas operações posteriores, pois estavam “segurados”.

211. Assim, de maneira geral, os comitentes Antônio Lima, Ingo Krause, Euclides Bolini e Marcelo Gagliardi faziam suas operações sem saldo algum disponível em suas contas na corretora SLW, ficando por vezes expostos (fossem em posições compradas ou vendidas), em alguns casos, em valores totalmente incompatíveis com suas rendas e patrimônios declarados nas respectivas fichas cadastrais.

212. Além disso, conforme já citado, as operações desse grupo, assim como aquelas dos demais acusados que operavam pela SLW, repetem o *modus operandi* característico de uma distribuição artificial de ordens para beneficiar determinados beneficiários em detrimento da Fapa, e, por se tratar de uma repetição do que já foi analisado anteriormente, faço referência ao que já foi dito e reforço que tal padrão é mais um indício a corroborar a existência de um esquema ilícito.

213. Diante dos fatos acima apresentados, vê-se que a desordem em que se encontrava a SLW, com um grande número de ordens irregulares e total ausência de controles efetivos, criou

⁵⁸ De acordo com a Acusação, aplicando-se a este grupo de comitentes cálculos probabilísticos, cujas premissas foram explicadas no relatório de inquérito e resumidos no relatório anexo a este voto, as chances de se obter tal taxa de sucesso em 86 operações realizadas seria de 1 em 889.324.740.865.930.000.000.000.

⁵⁹ Antônio Lima teve prejuízo de R\$1.500,00 em um único pregão do dia 16.01.2004, tendo obtido êxito nos demais.

⁶⁰ Exceto o comitente Elton Ughini, que mantinha elevados valores investidos junto à corretora.



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

www.cvm.gov.br

um ambiente ideal para que fossem direcionadas ordens e para que a Fundação assumisse a função de “seguradora” das operações, fechando um ciclo perfeito para a execução do ilícito de práticas não equitativas descrito na Instrução CVM nº 08/79.

214. Como parte central nesse quebra cabeça, Marcelo Porto, juntamente com seu irmão e outros operadores da SLW, montou um esquema tão lucrativo para se beneficiar e beneficiar terceiros em detrimento da Fapa, com baixo grau de risco, que atraiu não só a sua rede de contatos mais próxima, como outros operadores da SLW, como Alexandre Ponsirenas e André Mamed que, por sua vez, construíram sua própria cadeia de beneficiários.

215. Descritas as características gerais do grupo assessorado por Alexandre Ponsirenas e André Mamed que, por si só, já denotam o caráter ilícito da atuação desses comitentes, passo a fazer considerações específicas sobre os comitentes ou certos grupos de comitentes.

216. Os comitentes Antônio Lima e Ingo Krause, que foram sócios na JK Representações Ltda. entre 2000 e 2010, confessaram em seus depoimentos (fls. 4010-4015 e 4457-4462) terem participado de um esquema no qual recebiam em suas contas correntes créditos decorrentes de operações efetuadas na corretora SLW e transferiam a maior parte desses recursos para contas correntes bancárias que lhes eram designadas por C.C.F., apontado por ambos como o suposto agenciador deste esquema.

217. Segundo Antônio Lima, C.C.F., seu amigo desde 2000, o procurou, dizendo que “queria aplicar em bolsa de valores, mas tinha o seu nome protestado na praça, e gostaria de alugar o nome do depoente para realizar suas operações”. Ainda segundo este comitente, C.C.F. seria agente autônomo na corretora Novação e trabalharia em conjunto com J.M.V.M., que seria quem arquitetava tais operações. Afirmou, ainda, ter conversado com C.C.F. e J.M.V.M. antes de seu depoimento à CVM, buscando orientações de como proceder em sua oitiva.

218. Antônio Lima, que recebeu tais depósitos durante cerca de um mês, entre janeiro e fevereiro de 2004, afirmou jamais ter sequer telefonado alguma vez para a corretora SLW para emitir ordens de negociação, e que, periodicamente, C.C.F. o contactava “dizendo que havia depositado em sua conta corrente no [banco] B. o resultado das aplicações daquele dia”, e informando “para quais contas correntes deveria enviar um DOC naquele dia”.

219. Decorrido esse período, ao receber o extrato da corretora, e perceber “o montante das operações nas quais estava envolvido”, Antônio contactou C.C.F. dizendo a este que “não mais queria participar das operações”.

220. Instado, ainda em seu depoimento, acerca dos beneficiários dessas transferências, Antônio Lima prontificou-se a encaminhar à CVM seu extrato bancário referente aos meses de janeiro e fevereiro de 2004, de modo a identificar as contas correntes e respectivos titulares para os quais os recursos eram repassados. No entanto, não havia discriminação das contas destino, o que impossibilitou que a Acusação identificasse os beneficiários finais.



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

www.cvm.gov.br

221. Com a saída de Antônio Lima, foi cooptado para participar do esquema o seu sócio à época, Ingo Krause, que afirmou ter sido convencido por C.C.F., em uma festa de aniversário na casa de Antônio, a que ambos compareceram, de que os investimentos eram de “*lucro certo*”.

222. Ingo Krause recebeu os créditos oriundos destas operações em sua conta corrente entre os meses de março e setembro de 2004, quando então, aconselhado por seu gerente bancário de que “*tal tipo de operação poderia ser lavagem de dinheiro*”, decidiu suspender tais operações.

223. Embora tenha declarado que não chegou a conhecer J.M.V.M., Ingo Krause fez transferências para a conta corrente deste, assim como depósitos na conta de outros supostos beneficiários do referido esquema, incluindo (i) C.B.J., esposa de C.C.F.; (ii) J.C.B., que, inclusive, já foi condenado pela CVM por práticas não equitativas no âmbito dos PAS CVM nº 06/2012 (Prece), julgado em 20.08.2018, e no PAS CVM nº 08/2004, julgado em 06.12.2012⁶¹; e (iii) Life Peers, também assessorada por Alexandre Ponsirenas e André Mamed e acusada neste processo (fls. 5015-5020)⁶².

224. Em que pese haver fortes evidências das relações entre C.C.F. e J.M.V.M. e diversos acusados neste processo⁶³ e prova da transferência de recursos de Ingo Krause para J.M.V.M., diante da ausência de outros elementos capazes de comprovar que os destinatários dos depósitos cometeram alguma irregularidade no âmbito específico do mercado de valores mobiliários, estas pessoas não foram acusadas.

225. Com relação a Elton Ughini, Euclides Bolini e Marcelo Gagliardi, além de todos os elementos apresentados no início dessa seção, outros elementos corroboram a participação dos acusados no esquema, a saber:

- a) Elton Ughini, apesar de também ser agente autônomo vinculado à SLW e habilitado a abrir suas próprias ordens, informou em depoimento (fls. 3955-3962) transmiti-las para Alexandre Ponsirenas e André Mamed, os quais lhe ligavam sugerindo operações, e dos quais também recebia “dicas”; André Mamed, que constava como seu assessor na ficha cadastral da SLW, é seu amigo desde a época em que trabalharam no Banco Cidade;

⁶¹ Em seu voto proferido no PAS CVM nº 06/2012, o Dir. Rel. Gustavo Borba ressaltou, com relação à atuação de J.C.B., o seguinte:

“149. Também no caso de José Batista, comitente beneficiado que operou igualmente por intermédio da Laeta, tendo apresentado taxa de sucesso de 100% e auferido lucros nos “ajustes do dia” de aproximadamente R\$ 540 mil, entendo que há elementos suficientes a demonstrar o vínculo existente entre esse acusado e Lúcio Funaro.

150. Na realidade, esta não é a primeira oportunidade em que se buscou apurar a existência de relação entre tais acusados. Além de ter sido objeto de investigação no âmbito da CPI dos Correios, em que foram apresentados indícios sugerindo que José Batista atuaria como interposta pessoa em operações e atividades das quais Lúcio Funaro seria o verdadeiro agente, a existência de tal relação já foi reconhecida anteriormente pela CVM no julgamento do PAS 08/2004”.

⁶² Ressalte-se que, dado o tempo transcorrido desde as operações, só foi possível a Ingo Krause recuperar “alguns” desses comprovantes (conforme e-mail deste, de fl. 5015). Assim, os valores apresentados podem não corresponder, necessariamente, ao valor total efetivamente depositado em cada conta corrente.

⁶³ Extensamente tratadas no relatório de inquérito nos itens 295 a 302 (fls.



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

www.cvm.gov.br

- b) Elton informou que operou em IND “*a título de experiência e aprendizado*”, após sugestão de Alexandre Ponsirenas e André Mamed, e para fazer *hedge*, comentários incoerentes quando feitos por alguém que, nos 21 pregões em que atuou, sempre por meio de *day trades*, atingiu 100% de sucesso, acumulando ganhos de R\$444.075,00;
- c) Euclides Bolini informou em seu depoimento (fls. 4446-4451) que começou a atuar no mercado financeiro quando conheceu Alexandre Ponsirenas, “*que namorava a irmã de sua ex-esposa, com o qual tinha muito contato*” e o convenceu de que “*seria possível ganhar um bom dinheiro*”;
- d) embora tendo alcançado 100% de sucesso nos 17 pregões em que atuou, tendo acumulado ganhos de R\$83.000,00, Euclides Bolini demonstrou ser totalmente leigo em assuntos relacionados ao mercado de capitais e, segundo o acusado, “*aplicar em mercado futuro é o mesmo que aplicar em ações*”; questionado acerca do que seria um contrato de Índice Futuro Bovespa, respondeu que “*não sabe dizer*”, e sobre o que seria um *day trade*, respondeu que “*não se recorda ao certo, mas sabe que tem uma boa rentabilidade*”.
- e) sobre suas operações, Euclides Bolini disse que sempre seguia as sugestões e orientações de Alexandre Ponsirenas, que “*lhe passava o posicionamento de quanto poderia ganhar*”, e que deixou de operar após ter perdido contato com este;
- f) Marcelo Gagliardi declarou (fls. 4467-4471) ser “*amigo de juventude*” de Alexandre Ponsirenas e ter sido, por sugestão e intermédio deste, que começou a operar no mercado de capitais, e também afirmou conhecer André Mamed como sócio de Ponsirenas;
- g) Gagliardi confessou não possuir qualquer conhecimento sobre o mercado financeiro⁶⁴ e que Alexandre Ponsirenas recebia suas ordens, “*ligava dando algumas sugestões*”, e que, como o operador “*declarava que tinha um grafista muito bom e algumas boas informações*”, autorizava as operações sugeridas;
- h) acerca das estratégias utilizadas para decidir sobre suas operações, Marcelo Gagliardi declarou que “*era sempre orientado por Alexandre*” e, perguntado sobre a forma pela qual acompanhava o andamento do mercado, respondeu que “*não acompanhava, confiando em Alexandre*” e, embora tenha negado o pagamento de qualquer tipo de comissão, declarou ter dado “*alguns presentes a Alexandre Ponsirenas, como jantares e caixa de uísque*”.

226. Quanto ao último comitente assessorado por Alexandre e André, a Life Peers, os seguintes indícios indicam a participação da referida pessoa jurídica no esquema: (i) altas taxas de sucesso e de sucesso financeiro, com médias de 72% e 93%, respectivamente, nas operações *day trade* realizadas entre 2002 e 2005, com ganhos totais de R\$145.875,00 e perda de somente R\$12 mil; (ii) a sociedade foi cliente do Banco Cidade, onde André Mamed trabalhava antes de ir para a SLW, tendo migrado para a corretora em julho de 2002, mesmo mês que Mamed se tornou agente

⁶⁴ Perguntado sobre o que seria um *day trade*, respondeu que “*é Índice Futuro*”.



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

www.cvm.gov.br

autônomo da SLW; (iii) R.H., representante legal da acusada, confirmou que a sociedade era assessorada por Mamed e Ponsirenas e declarou ter trabalhado com Ponsirenas no Banco Cidade no início dos anos 2000, tendo dito também que em “*alguns momentos específicos*” pessoas da SLW tinham autorização para operar sem ordem prévia da Life Peers, sem maiores esclarecimentos; (iv) R.H. afirmou que decidia se fazia *day trade* com base nas condições do mercado, entretanto em todos os pregões em que operou o fez sempre por meio de *day trades*.

227. Por fim, além de ter sido beneficiada por meio de operações em nome próprio, a Life Peers recebeu recursos advindos de duas transferências no total de R\$29.666,47, feitas por Ingo Krause, em que pese R.H. ter afirmado não o conhecer, sendo relevante ressaltar que tais valores foram depositados na mesma conta em que a Life Peers recebia os recursos oriundos de suas operações no mercado futuro.

228. Portanto, não há dúvidas quanto à participação da acusada no ilícito aqui analisado e, ainda que parem dúvidas sobre quem praticou, de fato, tais atos em nome da pessoa jurídica, cabe destacar que as operações irregulares foram realizadas em seu nome, sendo a sociedade, portanto, beneficiária e partícipe dos ilícitos aqui analisados, independentemente de as operações terem sido operacionalizadas por seu representante ou outras pessoas.

229. Dessa forma, não vejo como não responsabilizar a acusada, pois caso não fosse possível conferir autoria à pessoa jurídica quando seus prepostos realizam operações em seu nome, tais pessoas jamais poderiam ser responsabilizadas por qualquer ato irregular que praticassem, dado que a sociedade não é capaz de realizar ato autonomamente, mas sim por meio de seus representantes.

III.3.4. OUTROS COMITENTES

Sandro Endler

230. A Acusação propôs a responsabilização de Sandro Endler por práticas não equitativas (item II, d, da Instrução CVM nº 08/79) que tiveram como beneficiária sua esposa à época, a comitente F.E., que auferiu lucro de R\$443.475,00 em operações *daytrade* de IND no período de 2005 a 2008, com média de taxa de sucesso de 89% e de taxa de sucesso financeiro de 91%. O acusado era, à época dos fatos, agente autônomo vinculado à corretora SLW e sócio da esposa, que não possuía registro como agente autônoma, na M.C. Agentes Autônomos de Investimento Ltda. desde o ano de 2006.

231. F.E. respondeu aos questionamentos da SPS por meio de ofício (fls. 4910-4911), tendo afirmado trabalhar em assessoria de eventos corporativos e sociais e ter começado a operar na BM&F em 2005, na SLW, tendo ingressado nessa corretora porque seu “*marido trabalhava na SLW*”. Com relação ao fato de ter declarado na ficha cadastral patrimônio incompatível com o lucro recebido em suas operações no mercado IND, afirmou apenas que teria respondido “*de maneira exemplificativa*”.



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

www.cvm.gov.br

232. Declarou que seria a própria quem efetivamente emitia suas ordens, e que estas eram passadas diretamente a seu marido Sandro, via telefone, bem como confirmou receber ligações deste “a respeito dos relatórios de análise de mercado da corretora”. Questionada acerca dos motivos pelos quais deixou de operar, diante da excelente performance que obteve, declarou ter sido “pelo fato de ter engravidado” e ter decidido se “dedicar à gestação”.

233. Sandro Endler confirmou ser o assessor responsável pelo atendimento à sua esposa, no entanto, indagado se, de alguma forma, auxiliava ou interferia nas operações desta, simplesmente declarou que “as operações não recebiam interferência de minha parte e ela recebia auxílio de acordo com o departamento de análise técnica da corretora SLW”.

234. Diante dos elementos reunidos pela Acusação, resta claro que, na verdade, quem operava em nome de F.E. era Sandro Endler, tendo o acusado se valido de sua posição na corretora para não só interferir nas operações de sua esposa como também se beneficiar em detrimento da Fapa, por meio do direcionamento de ordens que lhe deu resultados extremamente favoráveis.

235. Neste ponto, cabe refutar a alegação apresentada por Sandro Endler de que a taxa de sucesso não seria a indicada pela Acusação, que considerou apenas os valores brutos das operações, sem levar em conta os custos e emolumentos. A taxa de sucesso utilizada compara o número de pregões com Ajuste do Dia positivo em relação ao total de pregões nos quais o investidor negociou, não havendo, por isso, qualquer influência do tempo ou dos custos da transação no cômputo da referida taxa.

236. Com relação à taxa de sucesso financeiro, ainda que pudesse provocar uma pequena redução nos valores utilizados como base, trata-se, na verdade, de um parâmetro criado para isolar os efeitos de certos pregões em que os acusados tiveram pequenos prejuízos e, nessa medida, a sua finalidade continuaria sendo atingida considerando ou não tais gastos. Ademais, para o cálculo da citada taxa foi utilizado o mesmo critério para todos os investigados, sendo válido ressaltar que esse percentual não é considerado isoladamente, fazendo parte de um conjunto de indícios que comprovam a conduta ilícita de Sandro Endler.

237. Com efeito, além de ter obtido elevadas taxas de sucesso nos 512 pregões em que operou em nome da esposa no período de 2005 e 2008, foi comprovada estreita relação entre o acusado e os operadores Alexandre Ponsirenas e André Mamed, pois, além de terem sido colegas de trabalho, Sandro Endler foi sócio da Ômega, sociedade que também tinha em seu quadro societário os operadores aqui referidos. Além disso, em uma análise dos dados enviados pela BM&F com a relação de todas as operações em IND realizadas por F.E. entre os anos 2000 e 2011, a esposa do acusado somente operou de 01.04.2005 a 26.02.2008, período que coincide com parte do período que a Fapa operou.



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

www.cvm.gov.br

238. Para finalizar, uma análise detalhada das operações feitas por Sandro Endler em nome de F.E. demonstram que seguiam o padrão apresentado por outros acusados⁶⁵ e demonstram, além do ilícito de prática não equitativa, o fato de que Sandro Endler se valeu de sua posição de operador na corretora SLW para interferir nas operações de sua esposa, em violação aos dispositivos da Instrução CVM nº 387/03.

Marli Moreno

239. Por fim, a última comitente acusada no âmbito da SLW, Marli Moreno, era agente autônoma vinculada à corretora SLW, onde permaneceu de 1999 a 2011. Em seu depoimento (fls. 4727 a 4731), afirmou que “*um bom investidor, com boas análises à sua disposição, e atuando em um mercado mais favorável como o da década passada, poderia ser considerado como tendo bom desempenho ao atingir taxas de sucesso de 60% a 70%*”. Afirmou também conhecer os irmãos Maurício e Marcelo Porto, assim como Alexandre Ponsirenas e André Mamed, operadores envolvidos no esquema, assim como outros acusados neste processo como Cristiane Coelho e Geraldo Pereira.

240. De fato, ao longo do ano de 2001, quando a Fapa ainda não operava pela SLW, esta comitente chegou bem próximo ao percentual por ela citado, pois operou em 91 pregões com taxa de sucesso de 59%. Mesmo com esse sucesso superior a 50%, no entanto, apresentou um prejuízo total de R\$46.700,00 em suas operações *day trade* no mercado de Índice Futuro.

241. Porém, logo nos três primeiros meses do ano de 2002, quando a Fundação passou a operar por intermédio da SLW, o desempenho de Marli Moreno mudou drasticamente com a obtenção de lucros brutos no valor de R\$204.000,00 em suas operações IND, enquanto a Fapa, nesse mesmo período, sofreu prejuízos de R\$285.000,00. Para facilitar a comparação entre os dois períodos, reproduzo a tabela elaborada pela Acusação contendo as taxas de sucesso da acusada, assim como os valores recebidos e pagos a título de Ajustes do Dia (fls. 5283):

Tabela 4 - Resumo das Operações em IND - Marli Moreno (anos de 2001 a 2003)

ANO	OPERAÇÕES DAY TRADE			AJUSTES DO DIA (R\$)			TAXA DE SUCESSO FINANCEIRO
	Nº DIAS	Nº SUCESSOS	TAXA DE SUCESSO	TOTAL RECEBIDO	TOTAL PAGO	TOTAL POR ANO	
2001	91	54	60%	215.900,00	(262.600,00)	(46.700,00)	45%
2002	38	31	82%	236.400,00	(11.625,00)	224.775,00	95%
2003	3	3	100%	1.500,00	0,00	1.500,00	100%
Total 2002-2003	41	34	83%	237.900,00	(11.625,00)	226.275,00	95%

242. Embora a corretora SLW não tenha apresentado as ordens de negociação referentes ao período em que Marli Moreno operou com mais elevada taxa de sucesso, o que não permitiu a

⁶⁵ Considerando o exemplo trazido pela Acusação (tabela 64 às fls. 5281-5282), verifica-se a existência de negócios executados antes da abertura da ordem, especificação das ordens da comitente e da Fapa na mesma hora, além de alocação dos piores negócios do dia à Fapa e os melhores à F.E.

**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
www.cvm.gov.br

verificação do horário de abertura destas, ao analisar as operações do dia 05.02.2002 de contratos IND com vencimento para o mês de fevereiro de 2002, verifica-se que a comitente se valia de sua posição como operadora para se beneficiar da forma como eram especificados os negócios, conforme tabela abaixo reproduzida do relatório de inquérito.

Tabela 5 - Operações do dia 05.02.2002 (série FEV2) – Marli Moreno – fls. 5283

LINH A	NOME DO INVESTIDOR	HORA ORDEM	HORA NEGÓCIO	Nº NEGÓCIO	HORA ESPECIFICAÇÃO	TIP O	QTDE. CONTRATOS	COTAÇÃO NEGOCIO	AJUSTE DO DIA
(1)	MARLI MORENO	*	12h30	3052-0	18h19	C	5	12.490,00	4.515,00
(2)	MARLI MORENO	*	12h45	3445-2	18h11	C	5	12.480,00	4.665,00
(3)	FAPA	*	13h13	4078-9	17h54	V	5	12.520,00	(4.065,00)
(4)	MARLI MORENO	*	13h40	4424-5	18h19	C	5	12.490,00	4.515,00
(5)	FAPA	*	13h46	4473-3	17h54	V	5	12.540,00	(3.765,00)
(6)	FAPA	*	13h46	4475-0	17h54	V	5	12.540,00	(3.765,00)
(7)	FAPA	*	14h57	4965-4	17h54	V	5	12.550,00	(3.615,00)
(8)	FAPA	*	16h10	7161-7	17h54	V	5	12.560,00	(3.465,00)
(9)	MARLI MORENO	*	17h51	9123-5	18h10	V	5	12.780,00	(165,00)
(10)	MARLI MORENO	*	17h52	9140-5	18h10	V	10	12.780,00	(330,00)

*As ordens de negociação deste dia não foram fornecidas pela corretora SLW.

III.4. OPERAÇÕES REALIZADAS POR PESSOAS LIGADAS À NOVINVEST

243. A Acusação afirmou que no âmbito da Novinvest o esquema de “*operações com seguro*” girava em torno de duas figuras principais: o gerente da filial do Rio de Janeiro desta corretora, Ricardo Rodrigues, e o operador responsável pelo assessoramento e recepção das ordens da Fapa, Renato Lima, tendo proposto a responsabilização de ambos por terem concorrido para a realização das práticas não equitativas que tiveram como beneficiários Eric Bello, Álvaro Barbosa, Sandro Belo, Marcos Urcino e Altair Pinto e, no caso específico de Renato Lima, também por ter se beneficiado do esquema fraudulento.

244. Para além da taxa de sucesso apresentada por tais comitentes em operações no mercado futuro de IND, em especial a taxa de sucesso financeiro, conforme descritas na Tabela 68 constante do relatório que acompanha este voto, também neste caso as características de execução dos negócios representam forte indício de que teriam sido direcionados artificialmente os melhores negócios executados ao longo de determinados pregões a investidores ligados a Renato Lima e Ricardo Rodrigues.

245. Nesse sentido, destacam-se as seguintes circunstâncias: (i) o fato de que, a partir de 24.11.2003, todas as ordens de negociação, indistintamente, passaram a ser registradas como monitoradas; (ii) o registro tardio das ordens, isto é, após a execução, total ou parcial, dos negócios e, por conseguinte, após se ter conhecimento do resultado das operações realizadas; (iii) a abertura de ordens de negociação opostas, comprada e vendida, desvinculada da intenção da entidade de operar e a despeito da vedação à realização de *day trades*; (iv) o número de ordens abertas e não



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

www.cvm.gov.br

executadas (tampouco canceladas) em nome da Fapa; (v) a coincidência no horário de abertura de ordens em nome dos comitentes beneficiários e da Fapa; (vi) o registro de ordens com a quantidade inicial de contratos igual a zero, a ser alterada após a efetiva execução dos negócios; e (vii) incompatibilidade dos horários de abertura das ordens no sistema da Novinvest com o horário de transmissão das ordens pela entidade.

246. Nota-se, portanto, que a não observância do fluxo natural de execução de ordens (abertura, execução e especificação) revela, na realidade, a adoção de diferentes *modi operandi* com o único objetivo de permitir a distribuição dos negócios entre os comitentes beneficiários e a entidade “seguradora” a partir do conhecimento de seu resultado final, práticas que, como exposto anteriormente, coincidem com aquelas adotadas no âmbito da SLW.

247. No presente caso, tal direcionamento foi possível em razão da atuação de Ricardo Rodrigues e Renato Lima.

248. A despeito das alegações de Ricardo Rodrigues de que não prestava qualquer suporte à Fapa no âmbito da Novinvest, de acordo com os registros fornecidos pela corretora, tal acusado figurou em cerca de 90% das ordens de negociação abertas em nome da entidade, além de ser o responsável pelas ordens registradas em nome de dois dos comitentes beneficiários, Sandro Belo (91%) e Eric Bello (50%).

249. Ademais, foi através dele que Renato Lima, outra figura central no esquema fraudulento, ingressou na Novinvest e trouxe como sua cliente a Fapa, para a qual já operava em outra corretora. Na realidade, conforme declarado por Ricardo Rodrigues, Renato Lima foi contratado justamente com o objetivo de trazer para a Novinvest antigos clientes da corretora Safic, onde Ricardo e Renato trabalharam juntos antes de ingressar na Novinvest⁶⁶.

250. Além de ter sido identificado como o assessor da Fapa e um dos responsáveis pelo recebimento de suas ordens no âmbito da Novinvest, Renato Lima também foi um dos beneficiários do esquema fraudulento. Com efeito, entre os comitentes investigados pela área técnica, chama atenção o resultado apresentado pelo operador que, no período de janeiro de 2002 a agosto de 2008, operou em 586 pregões, tendo obtido resultado positivo de R\$1.456.310,00 em Ajustes do Dia e taxa de sucesso financeiro de 90%.

251. Igualmente relevante é a alteração no perfil de negociação do acusado, que, no período anterior ao início das operações da Fapa por intermédio da Novinvest, apresentou resultado negativo nos Ajustes do Dia no total de R\$10.050,00, ao passo que, em um segundo momento, já com a atuação da Fundação no mercado futuro, obteve resultados muito distintos, auferindo lucros nos Ajustes do Dia de até R\$415.500,00 em um ano, conforme se verifica na Tabela 74 constante do relatório.

⁶⁶ Conforme consta no item 87, “i”, do voto do diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 30/2005, proferido em 11.12.12.



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
www.cvm.gov.br

252. Como bem pontuado pela Acusação, alterou-se sensivelmente não somente o desempenho deste investidor, como também o seu interesse em operar *day trades* no mercado futuro de IND. Se, no primeiro período, Renato Lima realizou operações desta natureza em apenas quatro oportunidades ao longo de dois anos, no segundo período, chegou a fechar *day trades* em 185 pregões no ano de 2007.

253. É ainda mais evidente a correlação entre a alteração no perfil de negociação do acusado e o início das operações da Fapa no mercado de IND se considerarmos a sua atuação no exercício de 2002. Já nos primeiros trinta dias subsequentes ao início das negociações da entidade, em 25.11.2002, Renato Lima realizou oito operações *day trade*, com taxa de sucesso de 100% e resultados positivos no total de R\$46.500,00. Como exposto, até essa data, o acusado havia realizado apenas duas operações *day trade* naquele ano, suportando prejuízos em ajustes do dia correspondentes a R\$750,00.

254. A partir destes elementos, resta evidente que Renato Lima, na qualidade de assessor da Fapa e agente autônomo junto à Novinvest, não somente detinha os meios necessários ao direcionamento artificial de negócios como deles se valeu em benefício próprio.

255. Aproveito para rebater o argumento trazido por alguns acusados no sentido de que não teriam sido consideradas todas as operações realizadas pelos comitentes e pela Fapa, sendo que as conclusões apresentadas teriam sido decorrentes de uma análise parcial, resultado da aplicação de um método estatístico, representando, portanto, pequena amostra extraída de hiatos temporais. Assim, sustentam que a Acusação não teria discriminado e individualizado “*as operações objeto de suposto benefício da especificação posterior*”, tendo sido feita com base no somatório dos resultados dos clientes suspeitos do benefício ao longo de todo o período em que tenham operado em conjunto com a Fapa, passando a prova da “operação com seguro” a ser amostral.

256. Para calcular as taxas de sucesso e de sucesso financeiro, a Acusação verificou os ganhos obtidos nas operações no período em que o comitente investigado tenha atuado concomitantemente à Fundação. Essa escolha se deu por motivos óbvios, já que o ilícito que se procura comprovar envolve negociações de valores mobiliários em que se se verifique que uma das partes foi colocada em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

257. Portanto, nada mais lógico que se limite a análise das operações dos acusados ao período em que a Fundação, parte prejudicada, tenha operado. Não há que se falar, neste caso, em análise estatística ou amostral, pois, com exceção daquelas operações que já tinham sido objeto de outro processo, como abordado na análise da preliminar de *bis in idem* trazida pelos acusados, todas as operações foram consideradas.

258. Quanto ao fato de a Acusação ter selecionado, com base no critério amostral, certas operações para analisar em minúcias, tal forma de seleção e análise é plenamente válida, conforme já mencionado no início deste voto, não sendo imprescindível, e tampouco viável, a discriminação



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

www.cvm.gov.br

individual das operações com detalhamento de datas, horários e séries das ordens irregulares que, não obstante, constam dos autos caso algum acusado desejasse contestá-las.

259. No que diz respeito aos demais acusados identificados como comitentes beneficiários, as altas taxas de sucesso e as características de execução das operações intermediadas pela Novinvest, já descritas anteriormente, somada ainda à atuação dos agentes que detinham os meios necessários à condução do ilícito, levam a conclusão pela artificialidade dos resultados apresentados. Cumpre avaliar, na sequência, o envolvimento de tais investidores no esquema fraudulento a partir dos indícios e contra indícios levantados pela área técnica e pelos acusados.

260. Em linha com os precedentes⁶⁷ do Colegiado, o primeiro indício a ser examinado é a existência de vínculos pessoais com o intermediário ou com pessoa ligada aos comitentes prejudicados. Nesse sentido, identifica-se tal vínculo em relação a, ao menos, um dos investidores que atuaram por intermédio da Novinvest: Eric Bello.

261. Em depoimento à CVM, esse acusado declarou conhecer de longa data Ricardo Rodrigues, gerente da Novinvest no Rio de Janeiro e responsável por parte das ordens abertas em nome desse investidor.

262. Para além do vínculo existente entre o investidor e uma das figuras centrais do esquema no âmbito da corretora, há duas outras circunstâncias que chamam atenção para a conduta de Eric Bello, quais sejam, (i) o fato de o acusado ter iniciado suas operações na corretora sem qualquer depósito inicial, o que o próprio reconheceu destoar das exigências de mercado, e, ainda assim, ter sido autorizado a manter posições compradas de até R\$2.400.000,00; e (ii) a sua prática de zerar o saldo da conta corrente a cada operação realizada.

263. Essa última circunstância também foi verificada em relação a outros comitentes beneficiários, Álvaro Barbosa e Altair Pinto, que, a despeito de operarem seguidamente em um curto intervalo de tempo, não mantinham saldo em sua conta corrente após as operações. A esse respeito, Álvaro Barbosa chegou a justificar que essa seria uma prática adotada pela Novinvest, que automaticamente após os negócios depositaria o saldo correspondente em sua conta pessoal em outra instituição financeira. Tal afirmação foi afastada pela Acusação ao longo das investigações, visto que a alegada prática não se encontrou refletida nos extratos dos demais investidores da corretora.

264. Outra circunstância comum a esses dois investidores é o fato de que, instados a apresentar uma justificativa para o resultado obtido nas operações no mercado futuro, não souberam explicar as estratégias adotadas ou a razão para os recorrentes ganhos auferidos em ajustes do dia. Conforme apurado, Álvaro Barbosa apresentou ganhos totais de R\$193.350,00 e taxa de sucesso de 100%, ao passo que Altair Pinto lucrou R\$121.650,00 em ajustes do dia, com taxa de sucesso de 96%.

⁶⁷ A título exemplificativo, v. PAS CVM 13/2005, j. 25.07.2012; PAS 06/2012, j. 20.08.2018.



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

www.cvm.gov.br

265. No depoimento de Altair Pinto à CVM, restou claro que o nível de conhecimento do acusado acerca do mercado financeiro seria incompatível com o desempenho por ele apresentado em operações com contratos futuros de IND⁶⁸. Ademais, quando questionado a respeito de detalhes dos negócios realizados, o investidor se limitou a responder que seguia a orientação de pessoas ligadas à corretora.

266. Por sua vez, as declarações prestadas por Álvaro Barbosa parecem zombar das suspeitas levantadas pela Acusação. Ao ser questionado quanto às elevadas taxas de sucesso de seus negócios, o acusado não somente reconheceu que elas fugiram aos patamares normais das operações nesse mercado, como afirmou que *“teve uma época de muita sorte, e que gostaria de continuar tendo esta sorte, mas infelizmente ela não o acompanhou”*.

267. Deste modo, muito embora não tenham sido identificados vínculos entre Álvaro Barbosa e Altair Pinto com pessoas ligadas à Novinvest ou à Fapa, os demais indícios levantados pela Acusação, e expostos nos parágrafos anteriores deste voto, são suficientes para demonstrar que esses investidores, ao assumirem posições relevantes no mercado futuro, o fizeram com a certeza de que seriam bafejados pela “sorte” e não estariam sujeitos aos riscos inerentes a esse mercado.

268. No que diz respeito a Sandro Belo e Marcos Urcino, a Acusação buscou esclarecer os vínculos interpessoais mantidos entre tais acusados, tal como terem a mesma cidade de origem, se conhecerem do mercado e o fato de suas filhas frequentarem a mesma escola. Perguntado se conhecia Sandro Belo, Marcos Urcino afirmou, em depoimento, que o conhecia *“desde a época em que trabalhou na Prebeg⁶⁹. Seu avô é da mesma cidade do pai do declarante, e suas filhas estudaram juntas no mesmo colégio, durante algum tempo”* (fls. 4474).

269. Além desse vínculo e das altas taxas de sucesso apresentadas – 91% no caso de Sandro Belo e 69% para Marcos Urcino –, um forte indício em relação a esses comitentes é o tratamento conferido pela Novinvest no que diz respeito à sua exposição em operações no mercado futuro.

270. Conforme apurado pela área técnica, a corretora permitiu que tais investidores ficassem expostos, em posições compradas ou vendidas de IND, em valores elevados e absolutamente incompatíveis com as situações financeiras declaradas em suas fichas cadastrais, e sem saldo em sua conta corrente junto à corretora. A esse respeito, fez referência aos dias em que Marcos Urcino – com renda e patrimônio declarados em ficha cadastral nos valores de R\$4.000,00

⁶⁸ Nesse sentido, reproduzo os seguintes trechos do depoimento destacados na peça acusatória: *“Questionado acerca de seu grau de conhecimento de mercado financeiro, este declarou que é “como o de uma pessoa normal, não sendo muito aprofundado”, porém disse que “não sabe explicar o que é um day trade”. (...) Perguntado se as ordens que emitia eram a mercado, administradas ou monitoradas, respondeu que “não reconhece o significado destes termos, e apenas dava ordens para comprar ou vender, de acordo com as orientações que recebia dos atendentes”. (...) Sobre o modo como acompanhava o andamento do mercado, declarou que “acompanhava as cotações via computador, não se recordando exatamente se estava operando com índice da Petrobrás, da Vale, ou de alguma outra empresa, e que seguia as sugestões da corretora”*.

⁶⁹ O acusado afirmou no mesmo depoimento que trabalhou na Caixa de Previdência dos Funcionários do Beg, Prebeg, até 2001 (fls. 4470).



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

www.cvm.gov.br

e R\$14.000,00, respectivamente – ficou com posição comprada, em IND, em número de contratos cujo valor total era superior a R\$520 mil (04.12.2002). O mesmo teria se verificado em relação a Sandro Belo, o qual não declarou bens ou valores de sua propriedade e registrou apenas rendimentos mensais de R\$ 2.400,00, em sua ficha cadastral (fl.524).

271. Não obstante a alegação da Novinvest de que a alavancagem dos clientes era autorizada pelos diretores responsáveis, sendo essa mais flexível nas operações de *intraday*, verifica-se que o tratamento diferenciado conferido pela corretora era possível graças a mitigação dos riscos inerentes às operações no mercado futuro decorrente do papel de “seguradora” desempenhado pela Fapa.

272. Por fim, ainda no que diz respeito às operações intermediadas pela Novinvest, Jayme Mello foi acusado no presente processo na qualidade de operador responsável pela execução das ordens de Sandro Belo e Marcos Urcino. Ocorre que, conforme apurado pela área técnica e reconhecido neste voto, em relação aos negócios de Sandro Belo, constou do relatório da corretora como o responsável pela abertura de ordens em 90% das ocasiões Ricardo Rodrigues.

273. Deste modo, no que concerne aos comitentes beneficiários, responderia tão somente pelo recebimento e registro das ordens em nome de Marcos Urcino. Em relação aos negócios da comitente prejudicada, Fapa, apurou-se que o Jayme Mello recepcionaria ordens da entidade apenas ocasionalmente, em caso de ausência de Renato Lima.

274. Tais elementos, a meu ver, não são suficientes para demonstrar a participação do acusado no esquema fraudulento de direcionamento artificial de negócios conduzido no âmbito da Novinvest, cujo protagonismo recaiu, como exposto, sobre Ricardo Rodrigues e Renato Lima.

III.5. OPERAÇÕES REALIZADAS POR PESSOAS LIGADAS À ÁGORA

275. Como descrito no relatório anexo a este voto, a Fapa e todos os comitentes investigados eram atendidos ou pela filial Belo Horizonte ou pela filial Ribeirão Preto (fls. 4952-4955 e 5097-5098), tendo a Fundação negociado por intermédio da Ágora, via Spirit, entre 16.10.2002 e 23.09.2003 e, diretamente com a Ágora, de 09.09.2003 a 10.11.2005.

276. De acordo com as informações prestadas pela Fapa (fls. 101), quem recepcionava suas ordens era Fabiano Mattos e, segundo a corretora, as pessoas autorizadas a transmitir e receber a confirmação de ordens da Fapa eram Fabiano Mattos, A.O.S., F.S.S., J.W.M.N. e M.R.B. (fls. 386; 3088). A corroborar tais informações, em depoimento tomado por ofício, Ricardo Stabile, diretor responsável pelo cumprimento da Instrução CVM nº 387/03 à época dos fatos, afirmou que a Fapa era provavelmente assessorada pelos funcionários da filial Belo Horizonte, tendo sido captada por Fabiano Mattos (fls. 5110-5117).

277. No âmbito da Ágora, foi proposta a responsabilização do operador Fabiano Mattos, acusado de ter realizado práticas não equitativas que tiveram como beneficiária sua esposa, M.C.S., além de ter concorrido para a realização das práticas não equitativas que tiveram como



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

www.cvm.gov.br

beneficiário o comitente Hugo Figueiredo, e de Dario Ramos, que teria concorrido para a prática ilícita com a finalidade de beneficiar os comitentes Luiz Von Gal, Laurinha Okamura e José Everaldo.

278. Após analisar os documentos constantes dos autos, vê-se que a Acusação conseguiu reunir elementos suficientes para comprovar a existência de um esquema dentro da Ágora e, além disso, a participação de parcela dos comitentes investigados, como será detalhado a seguir.

279. Com relação a Fabiano Mattos, ficou comprovado que esse acusado foi o responsável pelo ingresso da Fapa na Ágora e era quem recepcionava as ordens da instituição na corretora. De acordo com informações prestadas pela Fundação (fls. 101), quem recepcionava suas ordens era Fabiano Mattos e, segundo correspondências da Ágora, Fabiano Mattos estava dentre os operadores que recebiam, executavam e especificavam ordens da Fapa (fls. 386).

280. Ainda que o acusado tenha alegado que seu nome não constava das ordens, isso em nada altera a conclusão de que Fabiano era a pessoa incumbida, na Ágora, de gerenciar as ordens da Fundação e, ainda que não inserisse as ordens diretamente no sistema, nada impede que tenha delegado tal função a outros operadores, sendo o mesmo raciocínio aplicável às especificações.

281. Ressalta-se, ainda, que o fato de o acusado não ser agente autônomo à época dos fatos, como alega, em nada altera o teor da acusação aqui analisada.

282. Além do estreito vínculo desse operador com a instituição, os seguintes elementos permitem concluir que Fabiano efetivamente participou do esquema ilícito montado para prejudicar a Fapa:

- a) as operações de Fabiano Mattos em nome de sua esposa iniciaram-se no dia 16.10.2002, exatamente a mesma data em que tiveram início as operações da Fapa por intermédio dessa corretora;
- b) o elevado êxito da comitente nas negociações, que em 35 pregões não teve nenhum prejuízo, com ganhos totais de R\$184.200,00, sendo a probabilidade de tal sucesso 1 em 34.359.738.368;
- c) as declarações de M.C.S. no sentido de que nunca atuou no mercado e nunca fez operações em bolsa confirmam que, na verdade, Fabiano Mattos que utilizava a conta da esposa, como o próprio acusado reconheceu⁷⁰, além das inconsistências detectadas na ficha cadastral de M.C.S. que, em que pese ter informado uma renda alta no documento, reconheceu ganhar “salário mínimo”;
- d) o modo de operação de Fabiano Mattos, em que se verifica claramente a distribuição das melhores ordens à M.C.S. e as piores à Fapa, com coincidência de horários das

⁷⁰ Em depoimento, Fabiano Mattos admitiu (fls. 4782- 4787) que todas as operações realizadas em nome de sua ex-esposa eram, na verdade, efetuadas por ele próprio, devido, segundo ele, à determinação emanada de um diretor da corretora, que lhe pediu que “*parasse de operar em seu próprio nome*”. Assim, ele “*passou a operar em nome de sua ex-esposa*”.



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

www.cvm.gov.br

especificações das operações dessas comitentes (por exemplo, das 21 ordens analisadas referentes ao pregão de 13.03.2003, 14 ordens foram especificadas no mesmo horário, sendo as 13 piores para a Fapa e a única positiva foi alocada à M.C.S).

283. Com padrão bem similar àquele identificado no perfil da comitente M.C.S., verifica-se quanto a Hugo Figueiredo que há indícios suficientes a confirmar a sua participação no ilícito, a saber: (i) as operações realizadas por Hugo foram 100% exitosas, sendo que em 41 pregões nos quais foi negociado um total de 2.060 contratos, o acusado não teve perdas, tendo lucrado R\$203.475,00, sendo que a chance de ocorrer “tamanho sorte” é de 1 em $2,2 \times 10^{12}$; (ii) inconsistências com relação à renda e situação patrimonial informada na ficha cadastral e o volume financeiro de operações, tendo o acusado chegado a negociar, em um único dia, contratos de índice futuro Bovespa no valor total superior a R\$ 2 milhões, valor extremamente superior à sua renda mensal declarada; (iii) o fato de o acusado “zerar” sua conta a cada operação realizada, atuando, portanto, com altos volumes financeiros apesar de estar com o saldo “zerado” e não possuir carteira de ações junto à corretora; (iv) sua ligação com Fabiano Mattos, que era o ponto de conexão com Fapa, uma vez que os dois trabalharam juntos em outras corretoras antes de Hugo começar a operar pela Ágora.

284. Cabe ressaltar que a alegação de ambos os acusados no sentido de que a ficha de Hugo teria sido adulterada para incluir o nome de Fabiano Mattos como pessoa autorizada a emitir ordens carece de verossimilhança, visto que o documento foi assinado por Hugo Figueiredo, ao contrário do que alega o acusado (fls. 376). Independentemente da discussão acerca de quem efetivamente emitia as ordens desse comitente, resta claro que os dois agiram em conluio para beneficiar o investidor em prejuízo da Fapa por meio do arranjo artificial de ordens.

285. Rechaço também o argumento de que teria sido “pincelado” somente um período de sucesso nas operações com Índice Futuro, tendo sido desconsiderado períodos em que Hugo Figueiredo também teria perdido dinheiro. As operações desse comitente que serviram de base para a análise feita pela Acusação, detalhada na tabela 97 às fls. 5320, teve como base os dados fornecidos pela BSM contendo todas as negociações de diversos comitentes, incluindo Hugo Figueiredo, envolvendo IND de 02.01.2000 a 30.06.2011 (fls. 2891 e 2914),

286. Nesse sentido, foram examinadas todas as operações do acusado nesse período de 11 anos, tendo sido verificadas, no referido intervalo, 41 operações em IND com 100% de êxito, sem perdas, não se sustentando, portanto, o argumento suscitado.

287. Com relação às operações realizadas na filial localizada em Ribeirão Preto, a Acusação verificou que Dario Ramos constava nas fichas cadastrais de Luiz Von Gal e Laurinha Okamura como “pessoa autorizada a dar ordens”, tendo tais comitentes declarado, inclusive, que não teriam efetuado as operações analisadas. Por sua vez, José Everaldo trabalhou com Dario Ramos em outra corretora e na Ágora auxiliava o operador em troca de parte das comissões, pois não era agente autônomo à época.



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

www.cvm.gov.br

288. Em que pese as operações realizadas por Luiz Von Gal, Laurinha Okamura e José Everaldo apresentarem características de direcionamento artificial, verifica-se que os elementos levantados pela Acusação não são suficientes para demonstrar a participação desses comitentes no esquema fraudulento, pois, além de não ter sido demonstrada a existência de vínculo entre eles e o operador do esquema, Fabiano Mattos, está-se diante de um número muito reduzido de operações (Luiz Von Gal, Laurinha Okamura e José Everaldo atuaram em 50, 22 e 21 pregões, respectivamente), motivo pelo qual concluo pela absolvição de tais acusados com relação ao uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, assim como de Dario Ramos.

III.6. PARTICIPAÇÃO DE BORIS SAUER (FAPA)

289. Com relação a Bóris Sauer, foi proposta sua responsabilização por ter concorrido e permitido a realização das práticas não equitativas descritas ao longo deste voto, na qualidade de coordenador de investimentos da Fapa e responsável efetivamente pelo processo decisório de investimento.

290. Com base nas provas colhidas pela Acusação, restou comprovado que a Fapa não possuía qualquer objetivo claro e consistente com suas negociações em IND, fosse de proteção da carteira de ações, fosse de lucro por arbitragem. Por outro lado, as maiores perdas da Fundação com este investimento ocorreram exatamente nos dias em que ela realizava negócios, a demonstrar que as operações envolvendo IND realizadas em nome da Fundação não eram fruto de simples erro ou incompetência de sua gerência financeira.

291. Os negócios eram, na verdade, decorrentes de atuação concertada que propiciou todo o esquema de “operações com seguro”, no qual a Fapa era propositadamente colocada em uma posição de flagrante desequilíbrio perante os demais participantes da prática ilícita.

292. De acordo com dados enviados pela BSM, a Fapa realizou negociações envolvendo contratos de IND, entre 12.06.01 e 16.09.08, que resultaram em Ajustes de Dia de **R\$25,8 milhões negativos**. Considerando o total de ajustes, ou seja, tanto os Ajustes do Dia quanto os Ajustes de Carregamento, o prejuízo da fundação totalizou R\$ 31,6 milhões com seus negócios com IND. Limitando-se aos negócios intermediados nesse mesmo período pelas corretoras Novinvest, SLW e Ágora, as perdas com Ajustes do Dia totalizaram R\$ 23,7 milhões, enquanto os prejuízos com os Ajustes Totais somam R\$ 29,2 milhões.

293. A Acusação verificou que no período de 2002 a 2008, a meta atuarial (equivalente ao INPC + 6% a.a) não foi cumprida. Entretanto, em 2004 a rentabilidade da renda variável superou o Ibovespa. Quanto a isso, a Fapa alegou que *“os ajustes pagos em razão da proteção utilizada como estratégia pressionaram a rentabilidade do segmento, não afetando, no entanto, o alcance da meta atuarial”* (fls. 115).

294. Ao analisar a forma pela qual era feito o gerenciamento da carteira da Fundação, foram verificadas falhas consistentes e reiteradas nos mecanismos de controle das aplicações em IND, a corroborar o fato de que a real finalidade desses investimentos não era favorecer a Fapa, mas sim



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

www.cvm.gov.br

servir de “seguro” para os comitentes investigados. Isso explica a ausência de fundamento econômico desses negócios, além da inexistência de controle com relação ao acompanhamento das operações executadas e sua *performance*. Conforme afirmado pela Acusação, “*não havia justificativa técnica, e quanto menos fiscalização houvesse, melhor para os participantes no esquema de direcionamento da distribuição dos negócios no âmbito das corretoras envolvidas*”.

295. Em linha com esse entendimento, a antiga Secretaria de Previdência Complementar (“SPC”) concluiu que a Fapa “*operou com derivativos (contratos futuros de Índice Bovespa), no período de 2002 a 2006, sem adotar procedimentos prévios de controle e de avaliação do risco do mercado e dos demais riscos inerentes às operações com derivativos, afrontando diretrizes de rentabilidade e segurança*” (fls. 2426), resultando daí uma condenação do então diretor presidente da Fapa, H.M. (fls. 2455).

296. A partir de uma análise das posições compradas da Fapa feita pela então SPC (fls. 262-263), das quais se esperaria retornos financeiros de curto prazo (especulativos), ou seja, trata-se de investimentos realizados com base na situação de mercado, sem vinculação com outros investimentos da entidade, verificou-se que entre 2002 e 2006, houve uma perda de R\$5.713.895,00. Considerando que a avaliação da eficiência desse tipo de operação se verifica mediante a análise do retorno financeiro obtido, percebe-se que, no presente caso, houve um resultado completamente contrário ao que deveria ocorrer.

297. Foram também avaliadas as posições vendidas, as quais demonstraram uma circunstância ainda mais peculiar, em razão do péssimo resultado global final. Considerando que o *hedge* perfeito da carteira pressupõe um posicionamento no mercado futuro (posição vendida) contrário ao posicionamento no mercado à vista (posição comprada), em tese espera-se desse tipo de proteção que a variação financeira dos ativos de renda variável seja compensada com os resultados das operações no mercado futuro, chegando a um resultado líquido próximo de zero.

298. Contrariamente ao que se esperaria desse tipo de operação, a Fapa, supostamente com o objetivo de proteger sua carteira, perdeu mais recursos do que ganhou com sua valorização, conforme pode ser observado na tabela abaixo (fls. 5230), situação que indica, mais uma vez, que não se trata da avaliação de uma boa ou má gestão de ativos, mas sim de uma ação intencional para lesar a Fundação.

Tabela 11 - Resultado da posição vendida (IND), em R\$ - 2003 a 2006 (estudo SPC)

ANO	RENTABILIDADE DA CARTEIRA HEDGEADA	RESULTADO FINANCEIRO DO MERCADO IND	RESULTADO TOTAL
2003	1.789.757	(4.417.740)	(2.627.983)
2004	1.045.396	(2.037.735)	(992.339)
2005	147.091	(1.195.290)	(1.048.199)
2006	5.310.236	(3.674.250)	1.635.986
Total	8.292.479	(11.325.015)	(3.032.535)



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
www.cvm.gov.br

299. Outros dois indicadores calculados pela Acusação chamam também destacada atenção: (i) o percentual de negócios melhores que a média do dia intermediados por cada corretora com que a Fapa trabalhou; e (ii) os resultados dos negócios no primeiro e no último dia (quando há, efetivamente, negociação).

300. A Acusação verificou que as negociações intermediadas pelas corretoras Ágora, Novinvest e SLW apresentaram baixo percentual de número de transações com valores melhores que a média do dia (27%, 23% e 36%, respectivamente), ao passo que as demais corretoras, que não faziam parte do “esquema”, apresentaram percentuais próximos a 50%, de acordo com o que se espera desse tipo de investimento.

301. Da mesma forma, os negócios realizados no primeiro e no último dia, momentos em que há efetivamente negociação, foram significativamente piores que os resultados de intervalo, quando ocorreu apenas a manutenção dos contratos já detidos, gerando Ajustes Diários, conforme dados constantes da tabela a seguir (fls. 5230).

Tabela 13 - Ajustes de posições IND da Fapa - 2002 a 2008 (R\$)

CORRETORA	AJUSTES DO DIA	AJUSTES DIÁRIOS
ÁGORA	(1.912.635,00)	708.345,00
NOVINVEST	(8.357.075,00)	(2.956.560,00)
SLW	(13.412.570,00)	(3.325.375,00)
TOTAL	(23.682.280,00)	(5.573.590,00)

302. Não há dúvidas, portanto, de que havia sinais claros de que as operações da Fundação não tinham substrato econômico e de que os resultados auferidos pela Fapa estavam completamente dissociados dos objetivos declarados como sendo os perseguidos pela entidade.

303. De acordo com informação prestada pela Fapa (fls. 106), H.M., na qualidade de diretor presidente, era o responsável pela elaboração da política de investimentos, sendo sua execução acompanhada por Bóris Sauer e A.S.

304. Em depoimento, H.M. (fls. 2178-2186) declarou que era o responsável pela gestão da renda variável da Fapa e que, ao final do dia, recebia as boletas das negociações para conferência, mas que as decisões eram invariavelmente tomadas por Bóris. Defendeu que, ao contrário do que foi afirmado por A.S., apenas ocasionalmente participava diretamente das negociações no mercado futuro.

305. Bóris Sauer, por seu turno, disse que ele e A.S. acompanhavam o mercado e tomavam as decisões das operações a serem executadas em cada dia. Acrescentou que os parâmetros para as operações em IND eram consignados nas atas da reunião semanal do Comitê, de modo macro, sendo válido ressaltar que as atas do Comitê de Investimentos raramente consignavam parâmetros para os negócios em IND.



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

www.cvm.gov.br

306. Já A.S. afirmou que as decisões cabiam principalmente ao diretor financeiro à época, H.M., e ao gerente de investimentos, Bóris Sauer, e que o responsável pela gestão era Bóris Sauer, em conjunto com H.M. (fls. 2156-2164). Acrescentou que durante as férias de Bóris ela era responsável pelas operações, com respaldo de H.M., e que Bóris deixava diretrizes das operações a serem realizadas e, eventualmente, as corretoras ligavam aconselhando operações, e tudo seria passado para H.M., que seria quem, quase sempre, decidia o que comprar e vender e por qual corretora.

307. Em sua defesa, Bóris argui que não haveria nos autos documento capaz de comprovar sua atribuição de controle do processo decisório ou na execução da Política de Investimentos, como também que todas as operações realizadas no referido período teriam sido executadas de acordo com a aprovação dos superiores hierárquicos. No entanto, tal argumento não deve prosperar.

308. Dentre os documentos analisados pela Acusação (fls. 1020-1625; 1635-1731; 1918-2031), as atas das Reuniões do Comitê de Investimentos demonstram uma constante deficiência na prestação de informações e no gerenciamento dos investimentos em IND. Também não foi entregue nenhum documento à CVM que demonstrasse um acompanhamento específico dos negócios da Fundação nesse mercado e tampouco a elaboração de qualquer estudo que demonstrasse que a estratégia de *hedge* apresentava os resultados desejados.

309. Ainda assim, mesmo a partir de 2006, com a elaboração de um relatório mensal Índice Futuro Bovespa, as informações constantes destes relatórios não eram fidedignas. Os depoimentos⁷¹ prestados pelos membros do Comitê de Investimento são uníssonos ao dizer que não foram informados dos prejuízos, e que Bóris sempre deu a entender que as operações eram vantajosas à Fundação, restando evidente que essa deficiência na prestação das informações era um dos obstáculos para que se fizesse um controle das operações efetuadas.

310. Além da ausência de controle por parte da Fundação sobre os investimentos realizados e seus resultados, não é coincidência que a Fapa tenha sido parte prejudicada em operações realizadas em três corretoras diferentes, a demonstrar um verdadeiro conluio entre os operadores do esquema, os comitentes beneficiados e Boris Sauer para a realização de práticas ilícitas em detrimento da Fundação, cujos direitos e interesses este último deveria proteger.

311. Quanto à alegação de que não teria sido demonstrado qualquer benefício auferido por Bóris Sauer no esquema, cabe ressaltar que o tipo analisado prescinde da comprovação de obtenção de benefício econômico, não sendo, portanto, elemento essencial para a configuração da ilicitude. Tal situação já foi analisada pelo Colegiado no PAS RJ2016/1465⁷²:

Dessa forma, e considerando que, para a verificação do tipo imputado ao Acusado, é irrelevante o fato de ele ter obtido algum benefício (bastando que tenha havido uma situação de desequilíbrio/desigualdade entre as partes da

⁷¹ Fls. 2166-2174; 2143-2149; 2263-2336; 2154-2165; 2175-2262.

⁷² PAS CVM RJ2016/1465, julgado em 15.10.2013.



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

www.cvm.gov.br

operação, no caso, M.F.C. e os demais clientes) e, também, que o Acusado era o responsável pela "estruturação" dos negócios atribuídos à M. F. C. (...).

312. Eram pessoas autorizadas a dar ordens às corretoras, além de Bóris, A.S. e H.M., L.A., diretor de seguridade e administração, todos membros do Comitê de Investimentos da Fapa. Entretanto, a Acusação demonstrou que somente Bóris e A.S. transmitiam ordens por telefone para as corretoras (fls 101), e que haveria dias que a posição da Fundação foi alterada sem qualquer contato telefônico. O acusado arguiu que a análise de ligações partindo dos ramais da Fapa feita pela SPS para concluir nesse sentido seria falha, uma vez que teria desconsiderado a possibilidade de ligações efetuadas pelas corretoras para a Fundação, bem como eventuais contatos por meio de telefone celular.

313. Tal argumento não merece ser acolhido tendo em vista se tratar de intervalo longo (2002 a 2008) em que a Fapa ininterruptamente operou contratos de IND, tratando-se, igualmente, de elevado número de ligações, a corroborar a tese acusatória. Além disso, o acusado não trouxe nenhum elemento de prova que pudesse suportar sua versão dos fatos.

314. Por último, a defesa afirma que a Fundação poderia, em determinados momentos, carregar posição comprada, aumentando assim a exposição em renda variável sem a compra de posições à vista. Tal comportamento, de acordo com Bóris, seria útil quando os períodos de alta do Ibovespa fossem curtos repiques ou com o objetivo de montar uma posição à vista de longo prazo sem perder a valorização do mercado.

315. Com efeito, tais estratégias, com caráter especulativo, poderiam, em tese, ser adotadas pela Fapa. Na hipótese vertente, contudo, não há elementos que indiquem que isso tenha ocorrido. Além de os retornos obtidos da entidade não refletirem ganhos esperados com esse tipo de estratégia, foram verificadas características híbridas nas operações realizadas, pois a posição da Fapa variava de comprada para vendida e vice-versa aleatoriamente, sem aparente razão. Acrescente-se a isso o fato de não terem sido apresentados quaisquer projeções de mercado, relatórios técnicos ou mesmo deliberação que pudessem fundamentar minimamente as posições assumidas no mercado de IND pela Fapa.

316. Pelas razões acima apresentadas, restou comprovado que Bóris Sauer concorreu no exercício de práticas não equitativas, permitindo que a Fundação operasse como garantidora de resultados positivos para os comitentes beneficiários.

IV. CONCLUSÃO

317. No que diz respeito à dosimetria, é importante ressaltar que além de o uso de práticas não equitativas representarem um risco à confiabilidade do mercado de valores mobiliários, o esquema fraudulento orquestrado por meio das ditas “operações com seguro” acarreta para as entidades de previdência complementar a assunção de recorrentes prejuízos em operações no mercado futuro.



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

www.cvm.gov.br

318. Por esse motivo, quanto aos comitentes beneficiários dessas operações, será levado em consideração, para fins de aplicação de penalidade de multa, o valor da vantagem econômica auferida, utilizando-se o critério de uma vez e meia o ganho auferido, conforme autorizado pelo inciso II, do §1º, do art. 11 da Lei nº 6.385/76, com redação à época dos fatos⁷³. Especificamente com relação aos comitentes Antônio Lima e Ingo Krause, será considerada como circunstância atenuante o fato de terem confessado a prática do ilícito, sendo utilizado para esses acusados o acréscimo de 0,25 sobre o ganho auferido (fator de multiplicação 1,25).

319. Com relação às corretoras e seus diretores, serão consideradas circunstâncias agravantes o período de tempo em que houve a prática sistemática e reiterada do ilícito, os elevados prejuízos causados à Fapa, além dos danos causados à imagem do mercado de capitais.

320. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto:

- 1) Pela **condenação de SLW CVC Ltda.**⁷⁴, à **penalidade de multa pecuniária no valor de de R\$1.440.000,00** (um milhão e quatrocentos e quarenta mil reais) por descumprimento aos arts. 6º, §2º e 8º, §2º da Instrução CVM nº 387/03, em razão das falhas no sistema de registro de ordens e da não observância da regra de prioridade em negócios realizados no âmbito da BM&F no período de abril de 2003 a setembro de 2008, e também por violar o art. 4º, parágrafo único da mesma instrução, agindo com falta de diligência ao permitir a existência de um ambiente propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F no período de 30 de março de 2007⁷⁵ a setembro de 2008;
- 2) Pela **condenação de Pedro Sylvio Weil**, à **penalidade de multa pecuniária no valor de de R\$240.000,00** (duzentos e quarenta mil reais) por descumprimento a Instrução CVM nº 387/03, em seu art. 4º, parágrafo único c/c arts. 6º, §2º e 8º, §2º, na qualidade de diretor responsável da SLW CVC Ltda., por agir com falta de diligência, especialmente no que tange ao sistema de registro de ordens e às regras de prioridade, permitindo a existência de um ambiente de completo descontrole na SLW e, portanto, propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F, no período de abril de 2003 a setembro de 2008;

⁷³ Valores atualizados até agosto de 2019.

⁷⁴ A SLW é considerada reincidente, uma vez que foi condenada nos seguintes processos: (i) PAS CVM RJ2012/01606, j. em 04.02.2014, com trânsito em julgado em 25.07.2017 (acórdão CRSFN 322/2017) (ii) PAS CVM nº 12/2013, j. em 24.05.2016, com trânsito em julgado em 29.05.2017 (acórdão CRSFN 35/2017); (iii) PAS CVM nº RJ2005/0305, j. em 24.10.2006, com trânsito em julgado em 28.11.2012 (acórdão CRSFN 11022/12); (iv) PAS CVM nº RJ2005/05038, j. em 03.10.2006, com trânsito em julgado em 13.03.2012 (acórdão CRSFN 10848/12); (v) PAS CVM nº RJ2012/01605, j. em 04.04.2012, com trânsito em julgado em 22.10.2015 (acórdão CRSFN 11671/15); (vi) PAS CVM RJ nº 1999/03166, j. em 30.09.1999, **transitada em julgado em 17.12.1999**; (vii) PAS CVM nº 17/2013, j. em 25.06.2019, aguardando análise CRSFN; (viii) PAS CVM nº SP2013/0292, j. em 19.07.2016, aguardando análise CRSFN.

⁷⁵ Data da vigência da Instrução CVM nº 450, que alterou o parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03.



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

www.cvm.gov.br

- 3) Pela **condenação de Antônio Alves de Lima à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$214.181,34 (duzentos e quatorze mil, cento e oitenta e um reais e trinta e quatro centavos)**, correspondente a 1,25 vezes o valor do benefício auferido atualizado⁷⁶, por ter anuído e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 4) Pela **condenação de César Bonatto Retzlaff à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$3.988.998,95** (três milhões, novecentos e oitenta e oito mil, novecentos e noventa e oito reais e noventa e cinco centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 5) Pela **condenação de Cláudio Marcos Arena à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$1.861.010,31** (um milhão, oitocentos e sessenta e um mil, dez reais e trinta e um centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 6) Pela **condenação de Cristiane Coelho à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$902.697,66** (novecentos e dois mil, seiscentos e noventa e sete reais e sessenta e seis centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 7) Pela **condenação de Eduardo José de Moraes Barros à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$2.556.220,13** (dois milhões, quinhentos e cinquenta e seis mil, duzentos e vinte reais e treze centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 8) Pela **condenação de Elso Martins Junior à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$3.469.165,73** (três milhões, quatrocentos e sessenta e nove mil, cento e sessenta e cinco reais e setenta e três centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando

⁷⁶ O valor dos benefícios auferidos foram atualizados pelo IPCA-E de setembro de 2019 tendo como data inicial a data do último pregão realizado em concomitância com a Fapa (Anexo I).



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

www.cvm.gov.br

configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

- 9) Pela **condenação** de **Elton Ughini** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$1.354.563,15** (um milhão, trezentos e cinquenta e quatro mil, quinhentos e sessenta e três reais e quinze centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 10) Pela **condenação** de **Euclides Bolini Junior** à **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$283.702,85** (duzentos e oitenta e três mil, setecentos e dois reais e oitenta e cinco centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 11) Pela **condenação** de **Geraldo Pereira Júnior**:
- (i) à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$8.600.768,96** (oito milhões, seiscentos mil, setecentos e sessenta e oito reais e noventa e seis centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e
 - (ii) por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiário o comitente *Eduardo Barros*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$511.244,03** (quinhentos e onze mil, duzentos e quarenta e quatro reais e três centavos) correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome do referido comitente, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 12) Pela **condenação** de **Ingo Krause Junior** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$414.259,11** (quatrocentos e quatorze mil, duzentos e cinquenta e nove reais e onze centavos), correspondente a 1,25 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter anuído e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;



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

www.cvm.gov.br

- 13) Pela **condenação de Life Peers Partners Comércio e Serviços Ltda.** (atualmente denominada Kinfay do Brasil Intermediação de Negócios Ltda.) à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$478.558,62** (quatrocentos e setenta e oito mil, quinhentos e cinquenta e oito reais e sessenta e dois centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 14) Pela **condenação de Luiz Ataranto Martins** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$2.311.657,04** (dois milhões, trezentos e onze mil, seiscentos e cinquenta e sete reais e quatro centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 15) Pela **condenação de Marcelo Gagliardi** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$388.783,44** (trezentos e oitenta e oito mil, setecentos e oitenta e três reais e quarenta e quatro centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 16) Pela **condenação de Marli Porazza Moreno** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$808.593,63** (oitocentos e oito mil, quinhentos e noventa e três reais e sessenta e três centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 17) Pela **condenação de Maurício da Costa Porto:**
- (i) à **penalidade de multa pecuniária** no valor **R\$3.114.674,36** (três milhões, cento e quatorze mil, seiscentos e setenta e quatro reais e trinta e seis centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e
 - (ii) por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Cesar Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins, Luiz Ataranto e Olavo Diniz*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$2.657.548,16** (dois milhões, seiscentos e cinquenta e sete mil, quinhentos e



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

www.cvm.gov.br

quarenta e oito reais e dezesseis centavos) correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

18) Pela **condenação** de **Marcelo da Costa Porto**:

- (i) à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$6.145.147,14** (seis milhões, cento e quarenta e cinco mil, cento e quarenta e sete reais e quatorze centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado negócios em nome de sua esposa à época dos fatos, R.S., restando configurada a ocorrência de práticas não equitativas no período analisado, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e
- (ii) por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Cesar Bonatto, Cláudio Arena, Elso Martins, Luiz Ataranto e Olavo Diniz*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$2.657.548,16** (dois milhões, seiscentos e cinquenta e sete mil, quinhentos e quarenta e oito reais e dezesseis centavos) correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

19) Pela **condenação** de **Olavo Oliveira Diniz** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$1.656.908,81** (um milhão, seiscentos e cinquenta e seis mil, novecentos e oito reais e oitenta e um centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

20) Pela **condenação** de **André Freire Mamed**, por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Antônio Lima, Ingo Krause, Life Peers Partners, Elton Ughini, Marcelo Gagliardi e Euclides Bolini*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor **R\$651.947,32** (seiscentos e cinquenta e um mil, novecentos e quarenta e sete reais e trinta e dois centavos), correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;



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

www.cvm.gov.br

- 21) Pela **condenação** de **Alexandre Antônio Leite de Oliveira Ponsirenas** por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Antônio Lima, Ingo Krause, Life Peers Partners, Elton Ughini, Marcelo Gagliardi e Euclides Bolini*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor **R\$651.947,32** (seiscentos e cinquenta e um mil, novecentos e quarenta e sete reais e trinta e dois centavos), correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 22) Pela **condenação** de **Sandro Trindade Endler** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$1.269.931,97** (um milhão, duzentos e sessenta e nove mil, novecentos e trinta e um reais e noventa e sete centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado práticas não equitativas que tiveram como beneficiária sua esposa à época dos fatos, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 23) Pela **condenação** de **Novinvest CVM Ltda.**⁷⁷ à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$1.395.000,00** (um milhão e trezentos e noventa e cinco mil reais) por descumprimento dos arts. 6º, §2º e 8º, §2º da Instrução CVM nº 387/03, em razão das falhas no sistema de registro de ordens e da não observância da regra de prioridade, no período de abril de 2003 a setembro de 2008, e também por violar o art. 4º, parágrafo único da mesma instrução, agindo com falta de diligência ao permitir a existência de um ambiente propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F no período de 30 de março de 2007⁷⁸ a setembro de 2008;
- 24) Pela **condenação** de **José Oswaldo Morales Júnior**, na qualidade de diretor responsável da Novinvest, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$232.500,00** (duzentos e trinta e dois mil e quinhentos reais), pelo descumprimento da Instrução CVM nº 387/03, em seu art. 4º, parágrafo único c/c arts. 6º, §2º e 8º, §2º, por agir com falta de diligência, especialmente no que tange ao sistema de registro de ordens e às regras de prioridade, permitindo a existência de um ambiente de completo descontrole na corretora e, portanto, propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F, no período de abril de 2003 a setembro de 2008;

⁷⁷ A Novinvest é considerada reincidente, pois já foi condenada nos seguintes processos: (i) PAS CVM nº SP1999/0427, j. em 08.12.1999, **transitada em julgado em 08.01.2000**; (ii) PAS CVM nº 12/2013, j. em 24.05.2016, com trânsito em julgado em 29.05.2017 (acórdão CRSFN 35/2017); (iii) PAS CVM nº SP2004/0193, j. em 04.09.2007, com trânsito em julgado em 30.11.2016 (acórdão CRSFN 404/2016).

⁷⁸ Data da vigência da Instrução CVM nº 450, que alterou o parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03.



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

www.cvm.gov.br

- 25) Pela **condenação** de **Altair Alves Pinto** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$431.865,92** (quatrocentos e trinta e um mil, oitocentos e sessenta e cinco reais e noventa e dois centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 26) Pela **condenação** de **Álvaro Guilherme Monteiro Barbosa Pinto** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$612.806,49** (seiscentos e doze mil, oitocentos e seis reais e quarenta e nove centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 27) Pela **condenação** de **Eric Davy Bello** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$1.602.740,82** (um milhão, seiscentos e dois mil, setecentos e quarenta reais e oitenta e dois centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado das práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 28) Pela **condenação** de **Marcos Antonio Urcino dos Santos** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$464.362,34** (quatrocentos e sessenta e quatro mil, trezentos e sessenta e dois reais e trinta e quatro centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado das práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM Nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 29) Pela **condenação** de **Renato Lima Silva**:
- (i) à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$4.011.259,02** (quatro milhões, onze mil, duzentos e cinquenta e nove reais e dois centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e
 - (ii) por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Eric Bello, Álvaro Barbosa, Sandro Belo, Marcos Urcino e Altair Pinto*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$723.251,70** (setecentos e vinte e três mil, duzentos e cinquenta e um reais e



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

www.cvm.gov.br

setenta centavos), correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

- 30) Pela **condenação de Sandro Rogério Lima Belo à penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$504.482,96** (quinhentos e quatro mil, quatrocentos e oitenta e dois reais e noventa e seis centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 31) Pela **absolvição de Jayme Pereira Mello**, agente autônomo de investimento vinculado à Novinvest, da acusação de uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM Nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”;
- 32) Pela **condenação de Ricardo Siqueira Rodrigues** de por ter concorrido para a realização de práticas não equitativas que tiveram como beneficiários os comitentes *Eric Bello, Álvaro Barbosa, Sandro Belo, Marcos Urcino e Altair Pinto*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$723.251,70** (setecentos e vinte e três mil, duzentos e cinquenta e um reais e setenta centavos), correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome dos referidos comitentes, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- 33) Pela **condenação de Ágora CTVM S.A. à penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$375.000,00** (trezentos e setenta e cinco mil reais), pelo descumprimento dos arts. 6º, §2º e 8º, §2º da Instrução CVM nº 387/03, em razão das falhas no sistema de registro de ordens e da não observância da regra de prioridade, permitindo, assim, a existência de um ambiente propício para ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F, no período de setembro de 2003 a novembro de 2005;
- 34) Pela **condenação de Ricardo Miguel Stabile à penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$187.500,00** (cento e oitenta e sete mil e quinhentos reais) pelo descumprimento da Instrução CVM nº 387/03, em seu art. 4º, parágrafo único c/c arts. 6º, §2º e 8º, §2º, na qualidade de diretor responsável da Ágora, por agir com falta de diligência, especialmente no que tange ao sistema de registro de ordens e às regras de prioridade, permitindo a existência de um ambiente de completo descontrole na corretora e, portanto, propício para



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

www.cvm.gov.br

ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários em negócios realizados no âmbito da BM&F, no período de setembro de 2003 a novembro de 2005;

35) Pela **condenação** de **Hugo César Figueiredo** à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$682.866,83** (seiscentos e oitenta e dois mil, oitocentos e sessenta e seis reais e oitenta e três centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado, por ter realizado e se beneficiado de práticas não equitativas, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76;

36) Pela **absolvição** de **José Everaldo Rebelo Morelli, Laurinha Okamura de Almeida, Luiz Sérgio Von Gal de Almeida e Dario Pereira Ramos** da acusação de uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM Nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”;

37) Pela **condenação** de **Fabiano Roque Mattos**:

(i) à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$658.238,64** (seiscentos e cinquenta e oito mil, duzentos e trinta e oito reais e sessenta e quatro centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido, por ter realizado práticas não equitativas que tiveram como beneficiária a comitente M.C.S., sua esposa à época, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e

(ii) por ter concorrido para a realização das práticas não equitativas descritas que tiveram como beneficiário o comitente *Hugo Figueiredo*, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$136.573,37** (cento e trinta e seis mil, quinhentos e setenta e três reais e trinta e sete centavos), correspondente a 30% (trinta por cento) do valor das operações irregulares realizadas em nome do referido comitente, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e

38) Pela **condenação** de **Bóris Guiomar Sauer**, coordenador de investimentos e responsável efetivamente pelo processo decisório de investimento da Fundação Assistencial e Previdenciária da Emater/PR – Fapa à época dos fatos, à **penalidade de multa pecuniária** no valor de **R\$4.397.162,66** (quatro milhões, trezentos e noventa e sete mil, cento e sessenta e dois reais e sessenta e seis centavos), correspondente a 10% (dez por cento) do valor o valor dos prejuízos suportados pela Fapa em decorrência das operações irregulares identificadas nas três corretoras, por ter concorrido para, e permitido, a realização das práticas não equitativas descritas nas tabelas 23 a 111 do relatório de inquérito, restando configurada a conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico



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
www.cvm.gov.br

descrito no item II, letra “d”, falta considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

321. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO Nº 49/2015/CVM/SGE (fls. 7444) e à Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc, em complemento ao OFÍCIO Nº 50/2015/CVM/SGE (fls. 7445), para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 03 de março de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR

**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

www.cvm.gov.br**ANEXO I****CÁLCULO DAS MULTAS PECUNIÁRIAS****A. COMITENTES BENEFICIÁRIOS**

Nome do Comitente	Valor do Benefício Auferido (R\$)	Última operação concomitante à Fapa	Valor Atualizado pelo IPCA-E até 09/2019	Fator de multiplicação	Valor da multa (R\$)
Antônio Alves de Lima	R\$ 73.350,00	09/02/04	R\$ 171.345,07	1,25	R\$ 214.181,34
César Bonatto Retzlaff	R\$ 1.421.350,00	04/06/08	R\$ 2.659.332,63	1,5	R\$ 3.988.998,95
Cláudio Marcos Arena	R\$ 655.550,00	17/04/08	R\$ 1.240.673,54	1,5	R\$ 1.861.010,31
Cristiane Coelho	R\$ 317.250,00	11/03/08	R\$ 601.798,44	1,5	R\$ 902.697,66
Eduardo José M. Barros	R\$ 928.050,00	16/09/08	R\$ 1.704.146,75	1,5	R\$ 2.556.220,13
Elso Martins Junior	R\$ 1.259.500,00	16/09/08	R\$ 2.312.777,15	1,5	R\$ 3.469.165,73
Elton Ughini	R\$ 444.075,00	24/05/06	R\$ 903.042,10	1,5	R\$ 1.354.563,15
Euclides Bolini Junior	R\$ 83.100,00	29/07/04	R\$ 189.135,23	1,5	R\$ 283.702,85
Geraldo Pereira Júnior	R\$ 3.029.663,00	22/04/08	R\$ 5.733.845,97	1,5	R\$ 8.600.768,96
Ingo Krause Junior	R\$ 148.125,00	13/09/04	R\$ 331.407,29	1,25	R\$ 414.259,11
Life Peers	R\$ 145.875,00	13/01/05	R\$ 319.039,08	1,5	R\$ 478.558,62
Luiz Ataranto Martins	R\$ 839.260,00	16/09/08	R\$ 1.541.104,69	1,5	R\$ 2.311.657,04
Marcelo Gagliardi	R\$ 141.150,00	16/09/08	R\$ 259.188,96	1,5	R\$ 388.783,44
Marli Porazza Moreno	R\$ 226.275,00	22/10/03	R\$ 539.062,42	1,5	R\$ 808.593,63
Maurício da Costa Porto	R\$ 1.133.740,00	13/10/08	R\$ 2.076.449,57	1,5	R\$ 3.114.674,36
Marcelo da Costa Porto	R\$ 2.231.030,00	16/09/08	R\$ 4.096.764,76	1,5	R\$ 6.145.147,14
Olavo Oliveira Diniz	R\$ 601.550,00	16/09/08	R\$ 1.104.605,87	1,5	R\$ 1.656.908,81
Sandro Trindade Endler	R\$ 443.475,00	26/02/08	R\$ 846.621,31	1,5	R\$ 1.269.931,97
Altair Alves Pinto	R\$ 121.650,00	18/11/03	R\$ 287.910,61	1,5	R\$ 431.865,92
Álvaro Guilherme M. Barbosa	R\$ 193.350,00	12/07/05	R\$ 408.537,66	1,5	R\$ 612.806,49
Eric Davy Bello	R\$ 488.550,00	06/01/05	R\$ 1.068.493,88	1,5	R\$ 1.602.740,82
Marcos Urcino	R\$ 127.725,00	07/05/03	R\$ 309.574,89	1,5	R\$ 464.362,34
Renato Lima Silva	R\$ 1.456.310,00	16/09/08	R\$ 2.674.172,68	1,5	R\$ 4.011.259,02
Sandro Rogério Lima Belo	R\$ 165.950,00	23/10/06	R\$ 336.321,97	1,5	R\$ 504.482,96
Hugo César Figueiredo	R\$ 203.475,00	22/09/04	R\$ 455.244,55	1,5	R\$ 682.866,83
Fabiano Roque Mattos	R\$ 184.200,00	24/10/03	R\$ 438.825,76	1,5	R\$ 658.238,64

B. OPERADORES

Operadores	Fator de multiplicação	Valor atualizado da operação irregular	Valor da multa
Geraldo Pereira Júnior	0,30	R\$ 1.704.146,75	R\$ 511.244,03
Maurício da Costa Porto	0,30	R\$ 8.858.493,88	R\$ 2.657.548,16
Marcelo da Costa Porto	0,30	R\$ 8.858.493,88	R\$ 2.657.548,16
André Freire Mamed	0,30	R\$ 2.173.157,73	R\$ 651.947,32
Alexandre Ponsirenas	0,30	R\$ 2.173.157,73	R\$ 651.947,32
Renato Lima Silva	0,30	R\$ 2.410.839,01	R\$ 723.251,70
Ricardo Rodrigues	0,30	R\$ 2.410.839,01	R\$ 723.251,70
Fabiano Mattos	0,30	R\$ 455.244,55	R\$ 136.573,37



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

www.cvm.gov.br

C. PREJUÍZOS FAPA⁷⁹

Corretora	Valores	Última operação	Valores atualizados (09/2019)
SLW	R\$ 13.412.570,00	16.09.2008	R\$ 24.629.047,60
Novinvest	R\$ 8.357.075,00	16.09.2008	R\$ 15.345.813,52
Agora	R\$ 1.912.635,00	10.11.2005	R\$ 3.996.765,46
			R\$ 43.971.626,58
		10%	R\$4.397.162,66

⁷⁹ Com base nos valores constantes da tabela 5 do relatório.