



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
**PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO**  
**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI**  
**19957.003801/2018-93**  
**SUMÁRIO**

**PROPONENTES:**

1. MARCELO KALIM;
2. MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA;
3. JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA;
4. GUILHERME LOOS MARTINS;
5. RICARDO CHAMMA LUTFALLA; e
6. BTG PACTUAL CTVM S.A.

**ACUSAÇÃO:**

**1. MARCELO KALIM e MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA** - por, na qualidade de Diretores do Banco BTG Pactual S.A., à época, terem manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 (“ICVM 08”);

**2. JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA** - por, na qualidade de Diretor da BTG Pactual Asset Management S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, à época, ter manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da ICVM 08;

**3. GUILHERME LOOS MARTINS** - por, na qualidade de Diretor da BTG CTVM S.A., à época, ter manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da ICVM 08;

**4. RICARDO CHAMMA LUTFALLA** - por, na qualidade de Diretor da BTG CTVM S.A e de Diretor responsável pela Instrução CVM nº 505/2011 (“ICVM 505”), à época: (i) ter manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da ICVM 08; e (ii) por ter acatado ordens de operação em nome do Fundo Fúria, por parte de pessoas não autorizadas; e

**5. BTG PACTUAL CTVM S.A. - (i)** por ter acatado ordens de operação em nome do Fundo Fúria, por parte de pessoas não autorizadas, deixando de atuar com boa-fé, diligência e lealdade, de forma a privilegiar interesses de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do Fundo Fúria, em infração ao art. 30, *caput* e parágrafo único, da ICVM 505; e **(ii)** por não zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, e não comunicar à CVM a ocorrência de violação à legislação sob a fiscalização da Autarquia, em infração ao art. 32, I e IV, da mesma Instrução.

#### **PROPOSTA:**

Pagar à CVM, em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio do seu órgão regulador, o valor de:

1. MARCELO KALIM - de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais); e
2. BTG PACTUAL CTVM S.A., GUILHERME LOOS MARTINS, JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA, MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA e RICARDO CHAMMA LUTFALLA - individual de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais), totalizando R\$ 1.750.000,00 (um milhão e setecentos e cinquenta mil reais).

#### **PARECER DO COMITÊ:**

**REJEIÇÃO**

**PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO  
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI  
19957.003801/2018-93  
RELATÓRIO**

1. Trata-se de propostas de Termo de Compromisso apresentadas por MARCELO KALIM, BTG PACTUAL CTVM S.A. (doravante denominado "BTG CTVM" ou "CORRETORA"), GUILHERME LOOS MARTINS (doravante denominado "GUILHERME MARTINS"), JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA (doravante denominado "JOSE FALCÃO"), MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA (doravante denominado "MARCUS SARDINHA") e RICARDO CHAMMA LUTFALLA (doravante denominado "RICARDO LUTFALLA"), no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 19957.003801/2018-93 (doravante denominado "IA"), para apuração de *"divulgação tardia de fatos relevantes, bem como de possível manipulação de mercado, pelo Banco BTG Pactual S.A. e seus administradores, sobretudo no período de 25.11.2015 a 19.07.2016"* (Relatório<sup>[1]</sup> da Superintendência de Processos Sancionadores - SPS).

#### **DA ORIGEM**

2. O presente processo originou-se na análise de irregularidades no programa de

recompra de *Units*<sup>[2]</sup> BBTG11 (“*Units*”) pelo Banco BTG Pactual S.A. (“Banco BTG” ou “Banco”), após a ordem de prisão temporária<sup>[3]</sup>, em 25.11.2015, do então presidente dessa instituição financeira e Presidente do Conselho de Administração (“CA”) do *BTG Pactual Participations Ltd.* (“*BTG Participations*”), no âmbito do processo CVM RJ-2015-12514, instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”).

3. Na véspera da prisão, em 24.11.2015, as referidas *Units* encerraram o pregão com a cotação de R\$ 30,89. A notícia da prisão, ainda antes da abertura do pregão da Brasil, Bolsa, Balcão - B3, de 25.11.2015, teve impacto sobre o preço do mencionado ativo, que abriu o pregão sendo negociado a R\$ 25,45 - o que representou uma queda de 17,6% em relação ao preço de fechamento do dia anterior - e que continuou em queda nos dias que se seguiram.

4. Nessa mesma data, às 16h45, o Banco BTG e o *BTG Participations* divulgaram Fato Relevante (“FR”), no qual informavam que seu CA havia aprovado um programa de recompra de 23.051.312 *Units* BBTG11, do total de 230.513.118 *Units* em circulação, com o objetivo de **“realizar a aplicação eficiente dos recursos disponíveis em caixa, de modo a maximizar a alocação de capital da empresa e a geração de valor para os seus acionistas”**. Na época, o Banco não tinha *Units* em tesouraria.

5. No mencionado FR, ainda foi comunicado que: (i) o prazo do citado programa era de 18 meses, **cabendo à diretoria definir o melhor momento para aquisição das ações;** (ii) as operações seriam intermediadas pela BTG CTVM S.A. (“BTG CTVM”); (iii) as *Units* adquiridas seriam, a princípio, mantidas em tesouraria; e (iv) o Banco BTG e o *BTG Participations* teriam um CEO interino, tendo em vista a prisão temporária do anterior (Presidente do CA).

6. Em 30.11.2015, 14.12.2015, 15.02.2016 e 14.07.2016, o Banco BTG e o *BTG Participations* anunciaram novos Fatos Relevantes. No primeiro, foram divulgadas (i) a renúncia do CEO que estava em prisão temporária, (ii) a designação do CEO interino como Presidente do CA e um novo nome para Vice-presidente do CA, e (iii) a eleição de MARCELO KALIM para exercício do cargo de Diretor Presidente conjuntamente com outro nome. Nos demais FR foram comunicados (a) a aquisição, por meio de programas de recompra, de 23.051.312, 21.061.230 e 19.068.708 *Units*, respectivamente, visando mantê-las em tesouraria ou cancelá-las, e demonstrar a confiança dessas Companhias em sua estrutura de capital; e (b) o cancelamento, respectivamente, de 19.925.230, 19.925.230 e 18.820.908 ações ordinárias e 39.850.460, 39.850.460 e 37.641.816 ações preferenciais (“PN”) emitidas pelo BTG Pactual e 19.925.230, 19.925.230 e 18.820.908 ações PN classe A e 39.850.460, 39.850.460 e 37.641.816 ações PN classe B emitidas pelo *BTG Participations* em tesouraria, correspondentes às 19.925.230, 19.925.230 e 18.820.908 *Units* BBTG11.

7. Entre 02.12.2015 e 31.12.2015, o Banco BTG e o *BTG Participations* anunciaram a alienação de diversos ativos - ações, debêntures negociadas no mercado secundário, cessões de crédito e títulos de renda fixa.

8. Assim, tem-se que, no período de crise, com os preços das *Units* em queda, as duas instituições combinaram a venda de ativos com uma sequência de programas de recompra seguidos dos cancelamentos das *Units* em tesouraria.

9. Em 17.12.2015, ao responder questionamento da SEP, no qual foi solicitada a se manifestar sobre as negociações com o ativo em tela realizadas pelos administradores e acionistas controladores do Banco BTG e o *BTG Participations*, nos mercados à vista e a termo, a partir de 24.11.2015, considerando (i) o disposto

no art. 7.º, II, e art. 11, I, ambos da Instrução CVM nº 567/15 (“ICVM 567”)<sup>[4]</sup> e (ii) o entendimento da CVM, à época, conforme o art. 10, II, do Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13<sup>[5]</sup>, sobre a presunção de regularidade de operações realizadas em mercados organizados, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) evidenciou as providências adotadas:

9.1. verificação da quantidade de *Units* em circulação adquirida pelo BTG, até aquela data, em comparação com o limite definido pelo art. 8º da ICVM 567<sup>[6]</sup>;

9.2. solicitação para a BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), até aquela data, de informações quanto ao volume em circulação necessário para a manutenção de liquidez do mercado do referido ativo;

9.3. monitoramento, por meio de contato diário com BTG e BSM, da recompra de ações e de seu impacto no mercado, no que diz respeito à livre formação de preço; e

9.4. elaboração, até 18.12.2015, de minuta de *stop order*, nos termos do art. 9º, §1º, IV, da Lei nº 6.385/76<sup>[7]</sup>, como medida preventiva, caso fosse deliberada a existência de irregularidade nas operações de recompra que justificassem a medida.

10. Após solicitação de esclarecimentos pela SMI, a BSM respondeu, em 21.12.2015, afirmando que, com base nas informações geradas por suas ferramentas de monitoramento de mercado, não foram detectadas, entre 25.11.2015 e 18.12.2015, anomalias na atuação da BTG CTVM, que pudessem indicar infringência às normas vigentes, particularmente no que tange à ICVM 08. Adicionalmente, informou que os padrões de ordem de compra inseridas em seus sistemas pela CORRETORA aparentaram estar dentro da normalidade em relação a processos de recompra de ações.

11. Ainda em resposta à solicitação feita pela SEP, a SMI, em 28.12.2015, esclareceu que concentrou sua análise nas negociações contínuas – negócios gerados no encontro entre ofertas individuais de compra e venda, em oposição aos negócios fechados em leilões – negócios realizados no *call* de abertura do dia, leilões realizados durante o pregão regular (em cumprimento aos parâmetros estabelecidos pela Instrução CVM nº 168/91) e *call* de fechamento.

12. No período analisado (de 25.11.2015 a 17.12.2015), a SMI observou, a partir da comparação entre (i) volume negociado em leilões e em negociação contínua, e (ii) compra direta intencional, compra agredida e compra agressora, que o BTG, na execução das ordens de compra das *Units*, atuou, majoritariamente, de forma passiva, colocando ofertas de compra que são agredidas pelo mercado, de modo que não pode ser caracterizada, a princípio, como uma prática que vise conduzir o preço do ativo a um determinado nível de preço, de forma artificial, como seria característico de um comportamento em que o comprador deliberadamente agride as ofertas de venda colocadas, ignorando a elevação do preço que resultará dessa prática.

13. Além disso, a Área Técnica constatou um elevado percentual de negócios realizados fora de leilões, o que, em seu entendimento, mostra que o BTG observou os limites de variação de preço e de quantidade estabelecidos na Instrução CVM nº 168/91, tendo concluído que, com os dados e informações disponíveis até o momento, não havia indícios, por parte do BTG, de tentativa de manipulação de mercado ou qualquer outro artificialismo vedado pela ICVM 08.

14. Em 22.02.2016, a BSM informou que realizou levantamento de todas as operações de recompra do ativo em comento pelo Banco BTG nos pregões do

período entre 25.11.2015 e 12.12.2016, que totalizaram 39.826.000 *Units* BBTG11, representando 28% da quantidade negociada deste ativo, bem como o percentual de cada tipo de oferta de origem (agressora, agredida, leilão ou negócio direto intencional), concluindo que não havia indícios de práticas abusivas nas operações analisadas, afirmando que (i) *“Apenas 9% das Units recompradas foram oriundas de ofertas de compra agressoras”*; (ii) *“45% das Units recompradas foram oriundas de ofertas de compra agredidas”*; (iii) *“89% das compras envolvendo lotes mínimos de 100 Units realizadas pelo Banco BTG apresentaram oscilação de preço nula ou negativa em relação ao negócio anterior”*; e (iv) *“As operações de compra envolvendo as cinco principais contrapartes do Banco BTG não apresentaram oscilação positiva de preço em relação ao negócio anterior de forma sistemática”*.

15. Em despacho de 26.12.2016, a respeito de pedido de informações efetuado pela SEP à SMI, depois de se fazer ressalvas, pontuando-se não ser praxe repostas a consultas em tese, ponderou-se que: (i) a realização de negócios decorrentes de ordens “agredidas” emitidas pelo investidor é uma hipótese que, em tese, não elimina inteiramente a possibilidade de esse investidor ter incorrido em alguma das práticas previstas na ICVM 8; (ii) a divulgação de informação relevante ou a sua ausência, com objetivo de influir nas cotações que prevaleceriam no mercado caso as informações estivessem corretamente divulgadas, constitui conduta que poderia, em tese, configurar prática vedada pela ICVM 8; e (iii) a conduta de um administrador que, com interesse em que a cotação não fique abaixo de determinado patamar, faz com que o emissor adquira ações em volumes expressivos, ainda que suas ordens sejam sempre “agredidas”, pode, em tese, representar infração à ICVM 8.

16. Assim sendo, convém destacar que não houve consenso no posicionamento da SEP, da SMI e da BSM sobre a convergência de indícios de manipulação de mercado por parte do Banco BTG durante o programa de recompra, de forma que, com base nos indícios apresentados, não havia como concluir seja pela ausência ou seja pela presença de manipulação.

17. Em 20.12.2017, a SEP propôs à Superintendência Geral (“SGE”) a instauração de Inquérito Administrativo (“IA”), com fundamentos na existência de indícios e na possibilidade de obter mais elementos de autoria e materialidade da prática de manipulação de mercado por Banco BTG e *BTG Participations*, nas recompras de *Units* realizadas entre 25.11.2015 e 12.02.2016.

## **DOS FATOS**

18. Em 25.11.2015, tendo o pregão iniciado com queda de 17,61% na cotação das *Units*, houve preocupação por parte do Banco BTG em relação às chamadas de margem das operações a termo, comprovadas na mensagem eletrônica enviada às 09h45 por um diretor do Banco, em que correlaciona as “sobras de caixa” de entidades do grupo ao nível de queda de cotação que poderiam suportar.

19. A resposta de MARCELO KALIM, então diretor do Banco BTG, seguiu às 14h42, na forma seguinte:

“Entao uma queda de 12 pontos chamaria:  
295 na holding + mb  
183 na prince” (*sic*)

20. Em gravações telefônicas realizadas no período investigado a partir dos ramais dos operadores envolvidos nas negociações de BBTG11, obtidas nas inspeções

realizadas na BTG CTVM, observaram-se conversas entre seus funcionários, os do Banco BTG e os da B3, mostrando apreensão quanto às chamadas de margem das operações a termo da BTG Holding.

21. Às 12h09, de 25.11.2015, RICARDO LUTFALLA, então Diretor da BTG CTVM, e o Diretor da B3 discutiram sobre qual seria a chamada de margem no dia seguinte. Nesse momento, havia incertezas sobre o que a B3 consideraria como “grupo econômico” para efeitos de chamada de margem, mas já havia conhecimento de que o seu valor seria bastante relevante, e tanto mais elevado quanto menor o preço das *Units*. A essa hora, o papel estava cotado a R\$ 24,50, equivalente a uma desvalorização de aproximadamente 20%. Ao longo do dia, o papel atingiu uma queda de 38,9%, tendo sido negociado a R\$ 18,86.

22. Ao confrontar o áudio das gravações com os registros das operações com o ativo, a SPS verificou que a BTG CTVM já havia iniciado a estratégia de compra de *Units*, utilizando parte do patrimônio de um de seus clientes, o Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado Fúria – Investimento no Exterior (“Fundo Fúria”), na tentativa de em frear a queda no preço do papel BBTG1.

23. Nesse sentido, em 25.11.2015, o Fundo Fúria comprou 3.586.100 *Units* no mercado à vista, o que representou 15,65% de todo o montante negociado no dia, levantando suspeitas sobre a motivação das operações, todas realizadas antes de o programa de recompra ser aberto, demonstrando a urgência das operações.

24. Cabe esclarecer que o Fundo Fúria era administrado, à época, por BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM (“BTG DTVM”) e gerido por outra empresa do mesmo grupo, tendo como único cotista um ex-sócio do Banco BTG.

25. Ainda nessa mesma data, RICARDO LUTFALLA, tratou, ao telefone, primeiramente, com um funcionário do Banco BTG, sobre a dimensão da possível chamada de margem e a eventual necessidade de aporte de recursos na BTG Holding para cobri-la. Posteriormente, e ainda na mesma ligação, conversou com MARCUS SARDINHA, então diretor do Banco BTG, sobre o mesmo assunto, bem como sobre como proceder para amenizar a queda de preços nas *Units*, utilizando os recursos financeiros do Fundo Fúria. Durante a conversa, RICARDO LUTFALLA sugeriu fazer uma recompra oficial e MARCUS SARDINHA confirmou que isso já estava sendo providenciado.

26. Na sequência, às 14h04, MARCELO KALIM confirmou com RICARDO LUTFALLA a possibilidade de lançamento de um programa de recompra com o mercado aberto, em antecipação com relação à afirmação de MARCUS SARDINHA, a fim de dispor o quanto antes de uma ferramenta que facilitasse a manipulação de preço das *Units*, já no fechamento daquele dia, uma vez que isso não seria possível apenas com o caixa do Fundo Fúria. Às 14h24m, em outra gravação, os dois diretores comentaram sobre como foi efetuada a manipulação do preço do ativo, até que atingissem R\$20,00, sendo que as análises das ordens emitidas em nome do Fundo Fúria corroboram as estratégias expostas nas gravações telefônicas.

27. Um pouco mais tarde, às 16h22, MARCELO KALIM conversou com RICARDO LUTFALLA sobre a necessidade ou não de lançar o Programa de Recompra, visto que, naquele momento, os preços das *Units* estavam em um patamar já confortável. Entretanto, demonstrou ainda estar preocupado com o fato de a B3 poder aumentar a chamada de margem, em razão do preço de fechamento do papel. Ao concordar, RICARDO LUTFALLA concluiu que o ideal era anunciar o Programa de Recompra, de modo a irem preparados para o *call* de fechamento, o que ocorreu, às 16h45, por meio de Fato Relevante. Apesar desse anúncio, MARCELO KALIM ligou para RICARDO LUTFALLA, ordenando a compra de 300 mil

*Units* em nome do Fundo Fúria, ao preço de R\$ 20,50, o que, conforme RICARDO LUTFALLA, já havia sido providenciado nos cinco minutos precedentes. Logo após essa conversa, ele enviou a última ordem de compra, na quantidade de 100 mil *Units* em nome do Fundo Fúria. A partir de então, as compras passaram a ser realizadas como parte do Programa de Recompra.

28. Após tratativas com MARCELO KALIM, RICARDO LUTFALLA enviou as seguintes ordens de recompra: (i) às 16h48min11s, 200.000 *Units* a R\$21,00; e (ii) às 16h49m08s, 500 mil a um preço superior a R\$ 21,50. Logo em seguida, inicia-se o leilão de encerramento. Os dois diretores acompanharam todo o leilão ao telefone.

29. À época da prisão em tela, segundo informações da B3, a BTG Holding e os clientes da BTG CTVM detinham elevados montantes em posições no mercado a termo. Essas posições exigem o depósito de margem de garantia, a fim de cumprir os requisitos de administração de risco da B3 (à época BMFBovespa). Além disso, cabe informar que, entre os mencionados clientes, havia empresas do grupo no Brasil e no exterior, além de fundos geridos ou administrados por algumas delas.

30. Conforme as *Units* perdiam valor, a Bolsa procedia com as chamadas de margem<sup>[8]</sup>. Apenas para efeito ilustrativo, caso o preço do ativo tivesse fechado na mínima do dia 25.11.2015 (R\$ 18,86), a chamada de margem teria sido de R\$ 733.454.400. Cada R\$ 1,00 real a menos no preço do papel neste dia, portanto, representava aumento de R\$ 46.020.240,00 na margem total a ser depositada.

31. Além disso, destaca-se o fato de que a atuação do grupo BTG em relação às *Units* nos dias que se seguiram à referida prisão teve padrão diferente do dia 25.11.2015, porém sempre com acompanhamento direto de algum representante do Banco BTG.

32. A SPS verificou que a BTG CTVM, após o lançamento do Programa de Recompra, atuou inserindo ordens grandes no livro de ofertas (*book*) para impedir a queda acentuada do preço do ativo em comento, enquanto emitia ordens agressoras, por meio de um sistema automatizado de emissão de ordens (robô) ou por meio de seus operadores.

33. Assim sendo, a BTG CTVM inseria uma ordem grande - em média, os negócios com BBTG11 estavam em torno de 400 *Units*, de forma que uma ordem de compra de 10.000 *Units* representa 25 vezes a quantidade média de cada negócio, podendo ser considerada uma "ordem grande"-, que funcionava como suporte para o preço, enquanto o robô atuava com ordens de 100 a 300 *Units*, subindo o preço. Desse modo, a maior parte dos negócios realizados em nome do Banco BTG eram agredidos, conforme apontado pela SMI e pela BSM. Mesmo assim, foi possível efetuar a manipulação.

34. O padrão apontado predominou até 09.12.2015. A partir desta data, o Banco BTG começou a operar utilizando-se mais das chamadas "ordens grandes", em quantidade superior a 10.000 *Units*, aumentando o preço de compra repetidas vezes. Essa forma de agir, incluindo ordens grandes de compra quando a força vendedora do mercado estava "empurrando" o preço das ações para baixo, provocou distorções que puderam ser percebidas na variação dos preços do papel.

35. Nesse sentido, há conversas gravadas que confirmam a utilização do envio de ordens grandes com intuito de funcionar como suporte para o preço. Entre os responsáveis pela inserção de ordens na BTG CTVM, estão GUILHERME MARTINS e RICARDO LUTFALLA, que são diretores dessa corretora, e superiores imediatos dos outros membros da equipe que enviaram ordens de recompra dos papéis.

36. Ao serem ouvidos em depoimento, os operadores responsáveis pela inserção das ordens na BTG CTVM negaram ter ciência de qualquer tipo de manipulação ou sua tentativa, apoiando-se, principalmente, no fato de o Programa de Recompra ter sido executado de maneira automatizada, por algoritmos, por meio do chamado robô.

37. Entretanto, as gravações telefônicas confirmam que os algoritmos foram utilizados para manipular o preço das *Units* por meio do ajuste de seus parâmetros com essa intenção, o que se confirmou com outra evidência em 04.12.2015, quando GUILHERME MARTINS e MARCELO KALIM conversavam sobre uma negociação, e o primeiro afirmou “*vou desligar a máquina, pra ver se cede*”.

38. Cabe destacar que, durante o período analisado, o menor preço de fechamento das *Units* foi R\$ 12,10, no dia 10.12.2015. Na gravação da conversa ocorrida em 23.12.2015, entre RICARDO LUTFALLA e um locutor não identificado, ficou demonstrado que R\$ 12,00 seria o preço mínimo que o papel poderia atingir até então, e que, a partir deste dia, o preço mínimo passaria para R\$ 14,00.

39. Após essa data, é possível perceber um esforço em se manter o preço do papel acima de R\$ 14,00. Em apenas um dia (18.01.2016), o papel fechou abaixo deste preço, sem que o Banco BTG tivesse feito operação de recompra. Em 19.01.2016, o Banco voltou a atuar, comprando 90,16% do total negociado pelo mercado, e o papel encerrou o pregão cotado a R\$ 14,37.

40. Em outra oportunidade, um interlocutor não identificado afirmou que tem a impressão de estarem “rasgando dinheiro”, ao continuar comprando para segurar o preço, e RICARDO LUTFALLA confirmou que estavam.

41. Entretanto, em inspeção na corretora, a SPS verificou que o robô utilizado possui parâmetros para ajuste, que podem ser regulados de modo a resultar em uma elevação de preços, mesmo atuando com sucessivas ordens pequenas.

42. Ao ser questionado sobre a execução do programa de recompra, o Banco BTG informou que esta foi delegada discricionariamente à BTG CTVM, a qual informou à CVM que não houve ordens emitidas pelo Banco entre 01 e 30.06.2015, tendo juntado à sua resposta às autorizações que recebeu do Banco BTG para a execução do Programa de Recompra.

**43.** A citada autorização é um “Termo de Autorização de Emissão de Ordens no Âmbito do Programa de Recompra”, datado de 26.11.2015, e assinado por dois procuradores do Banco BTG e um procurador da BTG CTVM, com o “de acordo” de RICARDO LUTFALLA.

44. O Fundo Fúria, que era administrado por uma subsidiária integral do Banco BTG, foi utilizado para a execução da manipulação dos preços das *Units*, anteriormente à abertura do Programa de Recompra, tendo sido RICARDO LUTFALLA responsável pela inserção das ordens em nome do Fundo, em 25.11.2015. Ao ser questionado, em depoimento, sobre quem teria dado as ordens para a compra, afirmou não se lembrar, sinalizando que deveria ter sido alguém da gestora do Fundo.

45. No entanto, de acordo com a SPS, MARCELO KALIM e MARCUS SARDINHA estavam ordenando pelo Fundo a quantidade e a forma das compras. Nenhum dos dois, porém, tinha poderes para tomar este tipo de decisão ou para enviar ordens em nome do fundo, conforme rol de responsáveis no período de 01.07.2015 a 30.06.2016, enviado pela mencionada gestora à CVM, a qual, quando questionada sobre a decisão de investimento, enviou documento, no qual demonstrava que, a princípio, a decisão de compra de até 10 milhões de *Units* teria sido tomada em



discussão entre membros do Conselho Consultivo do Fundo Fúria.

46. Cabe ressaltar que **o Banco BTG solicitou à CVM que fosse autorizado a manter em tesouraria mais do que 10% do free float, ou seja, acima do limite previsto no art. 8º da ICVM 567<sup>[9]</sup>, o que foi negado. Assim, como forma de atingir seu objetivo de adquirir 40% do free float, o Banco BTG abriu programa de recompra de 10% da quantidade de ações, cancelou as ações recompradas, encerrou o programa e abriu um novo programa.**

47. A respeito dessa conduta, na gravação de uma conversa entre um funcionário não identificado do grupo e RICARDO LUTFALLA, o primeiro declara: *“Achei que a CVM pudesse ter ficado (...) [palavrão] por causa desse nosso João-sem-braço aí. O cara diz não, aí a gente vai lá cancela, vai, cancela, vai. Dá no mesmo, né?!”*.

## **DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA**

48. De acordo com a SPS, considerando a queda de preço das *Units*, combinada com o lançamento de programas de recompra, qualquer manipulação realizada pelo Banco BTG, no sentido de elevar os preços desse ativo pareceria, a princípio, contra intuitiva, pois era de se esperar que, se este banco confiasse em seus fundamentos, todos os seus acionistas, controladores ou não, se beneficiariam mais de uma recompra quanto menores, porquanto mais atrativos, fossem os preços do papel.

49. Dessa forma, não seria razoável manter ou elevar os preços de BBTG11, nem do ponto de vista dos controladores, nem de qualquer minoritário. Além disso, também não pareceu haver entre as contrapartes envolvidas nas recompras qualquer comitente que tivesse sido beneficiado de maneira sistemática.

50. Acontece, porém, que as chamadas de margem consumiam caixa ou ativos líquidos do “Grupo BTG”. Desta forma, ao impedir ou mesmo reduzir a queda dos preços das *Units*, a BTG Holding se beneficiava comprometendo menos seu patrimônio, uma vez que usava os ativos do Banco BTG, dividindo os custos com os minoritários ao utilizar o programa de recompra, ou seja, para a Holding, o custo da manipulação de preços era menor que o das chamadas de margem, ainda que a recompra em curto espaço de tempo comprometesse a liquidez do banco controlado.

51. Além disso, a BTG Pactual Holding controlava diretamente o Banco BTG e indiretamente a BTG CTVM. Muitos dos sócios da Holding também tinham cargos de direção ou integravam o Conselho de Administração do Banco BTG. Isso facilitava a influência da controladora no Banco e na CORRETORA.

52. Em relação às análises comparativas realizadas pela SMI, a SPS observou que tiveram como foco a relação entre negócios realizados em leilão *versus* negociação contínua e ordens agressoras *versus* ordens agredida, além de ter tido como base a relação entre ordens agredidas e ordens agressoras e na quantidade de negócios realizados fora do leilão, de forma que a SMI concluiu pela ausência de indícios de manipulação. A esse respeito, a SPS entendeu que as conclusões da SMI, de forma similar ao que se passou com a BSM, se fundamentaram na análise do período em conjunto, não considerando a possibilidade de ter ocorrido manipulação em apenas um dia ou em alguns dias dentro do período analisado, como ocorreu no caso concreto.

53. A fim de configurar irregularidade de manipulação de preços, basta que tenha ocorrido em algum momento em um único dia, ou seja, não é necessário que a média de agressões se mantenha elevada em um período.

54. Em referência à conclusão com base nos parâmetros “**agressão**” e “**elevação de preço**”, a SPS acredita que esse tipo de análise carece de base normativa, uma vez que a ICVM 08 define manipulação como “*a utilização de **qualquer processo ou artifício** destinado, **direta ou indiretamente**, a elevar, **manter** ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda” (grifos constam do original).*

55. Dessa forma, por mais que as ordens de determinado participante sejam 100% agredidas, caso haja o intuito apenas de manter o preço do ativo em um determinado patamar, pode-se utilizar o artifício, como ocorreu no presente caso, de inserir, no *book*, uma quantidade de ofertas compradoras grande o suficiente, de modo a impedir que o preço se movimente em direção que lhe seja desfavorável, configurando-se também como manipulação de preços.

56. Nesse sentido, a SEP verificou que, nas tabelas comparativas da SMI, há dias em que as ordens agressoras superaram em 25% as ordens agredidas, e que o percentual de participação do Banco BTG no pregão chega a alcançar 90% do volume total negociado nas *Units*, gerando um forte desequilíbrio entre oferta e demanda, uma vez que este banco atuava apenas em um lado do mercado, ou seja, comprando.

57. Tendo em vista que o preço é formado pela relação oferta x demanda, e um desequilíbrio intencional nessa relação pode vir (i) de ordens agressoras, (ii) do incremento de ofertas no *book*, ou (iii) de uma combinação de ambos, dependendo da liquidez do ativo em questão, gerar esse desequilíbrio pode exigir maior ou menor quantidade de ordens ou agressões. No caso concreto, viu-se que o Banco BTG, por meio de sua corretora, utilizou-se de uma combinação dessas duas formas para desequilibrar o mercado a seu favor, de modo a reduzir as chamadas de margem para as operações a termo realizadas pela BTG Holding.

58. Verificou-se que a BTG CTVM utilizou o robô para manter o preço das *Units* ou para fazê-lo subir, de acordo com a necessidade, não devendo, portanto, prosperar a alegação de que não havia manipulação de preços, tendo em vista que utilizavam algoritmos para operar.

59. O diálogo entre GUILHERME MARTINS e RICARDO LUTFALLA, ocorrido em 02.12.2015, evidencia que a motivação da manipulação de preços era evitar a chamada de margem em valores elevados.

60. A SPS concluiu que Banco BTG, BTG CTVM e BTG DTVM, por intermédio de RICARDO LUTFALLA, MARCELO KALIM, MARCUS SARDINHA, GUILHERME MARTINS e JOSÉ FALCÃO, manipularam os preços das *Units* BBTG11 ao menos no período de 25.11.2015 a 27.01.2016, fazendo uso de recursos do Fundo Fúria e do Programa de Recompra, inclusive com a utilização de robôs, com o fim de diminuir os valores a depositar nas chamadas de margem das operações a termo, detidas pela *BTG Holding* e demais investidores ligados ao “Grupo BTG”, o que é vedado no item I c/c item II, “b”, da ICVM 08<sup>[10]</sup>.

61. Nas gravações relatadas, transpareceria o dolo dos envolvidos na manipulação de preços, pois agiram conscientemente, com o fim específico de manter os preços do papel num patamar que propiciasse um certo conforto, em relação às chamadas de margem da B3, embora MARCELO KALIM, MARCUS SARDINHA e JOSÉ FALCÃO tenham alegado que a motivação para a aprovação do Programa de Recompra foi a constante no Fato Relevante, afirmando que (i) não ordenaram que ocorresse a manipulação de preços; (ii) não tiveram conhecimento da utilização desse programa para propiciar a manipulação de preços das *Units*; e (iii) não teriam participado da operacionalização do Programa de Recompra.

62. Além disso, ao interferir na formação regular de preços das *Units*, os acusados provocaram negociações com o papel em valores acima do preço artificialmente imposto realizadas por outros investidores.

63. Quanto ao “Termo de Autorização de Emissão de Ordens no Âmbito do Programa de Recompra” (vide parágrafo 43), tem-se que a intenção em produzir documento com conteúdo sabidamente falso, apenas para atender ao órgão regulador, fica clara na conversa entre MARCELO KALIM e RICARDO LUTFALLA, ocorrida em 03.12.2015, na qual pretendiam a obtenção de uma carta do Jurídico que desse conforto para realizarem as operações pretendidas e não serem questionados posteriormente.

64. A conversa retro ocorreu mais de uma semana após o início do Programa de Recompra, sendo que, pela gravação, a SPS pode concluir que o documento, para atender a um possível questionamento do regulador, foi criado após a conversa e com data retroativa a 26.11.2015.

65. No entendimento da SPS, o envio dessas informações falsas poderia caracterizar, em tese, o crime de falsidade ideológica<sup>[11]</sup>, já que o documento, embora verdadeiro, continha declaração falsa, utilizada como argumento para negar o acesso à emissão de ordens pelo Banco BTG, durante o programa de recompra. Assim, entre os que assinaram o documento enviado à CVM, é possível ter certeza que, ao menos, RICARDO LUTFALLA sabia das ordens emitidas pelo Banco BTG durante o programa de recompra.

66. Assim, a SPS concluiu pela existência de indícios de prática de crime de falsidade ideológica, por parte de RICARDO LUTFALLA, e pela falta de evidências com relação à ciência dos demais subscritores do documento sobre sua artificialidade.

67. Em relação à transmissão de ordens de compra do Fundo Fúria, RICARDO LUTFALLA, então responsável pela ICVM 505 na BTG CTVM, ao ter conhecimento deste fato, descumpriu o art. 4º, §4º, dessa Instrução<sup>[12]</sup>. Já a BTG CTVM, como instituição intermediária, descumpriu o art. 30, *caput* e parágrafo único, e art. 32, I e IV, daquela Instrução<sup>[13]</sup>.

68. Por meio das gravações, foi possível concluir pela utilização do Fundo Fúria para a manipulação dos preços das *Units*, mostrando que tanto na emissão das ordens quanto na decisão de compra, não houve qualquer consulta aos responsáveis pela sua gestão. Sobretudo no momento em que RICARDO LUTFALLA manifesta preocupação acerca da alavancagem do fundo, recebendo, de MARCUS SARDINHA, como único argumento para realizar as compras do papel, a existência de caixa.

69. As gravações mostram que o ímpeto que gerou as ordens de compra das *Units* pelo Fundo Fúria decorreu da necessidade de manipular os preços deste papel, e afasta a tese de que a decisão de compra tenha nascido de uma deliberação racional dos gestores. Soma-se a isso o fato de que este fundo parou de comprar após o lançamento do programa de recompra pelo Banco BTG.

70. Quanto ao expediente utilizado pelo Banco para adquirir 40% do *free float*, após negativa por parte da CVM de expandir o limite da ICVM 567, ou seja, aberturas sucessivas de programas de recompras de *Units*, por não haver dispositivo normativo expressamente vedando tal procedimento, não se pôde impedir tal conduta, que, na prática, permitiu que se conduzisse de forma mais eficaz a manipulação do mercado.

71. A área ressaltou o fato de o programa de recompra ter sido aberto no dia

25.11.2015, com prazo de 18 meses, e ter sido encerrado menos de 20 dias depois, após a aquisição de 10% do *free float*, bem como que novo programa de recompra teria sido aberto.

72. Paralelamente às investigações conduzidas pela SPS, a Superintendência de Registro (“SRE”) analisou<sup>[14]</sup> a hipótese de que, se o Programa de Recompra tivesse sido conduzido no interesse do acionista controlador, este deveria ter realizado uma Oferta Pública de Aquisição (“OPA”) pelo aumento de participação, pois a compra teria atingido os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 361/2002<sup>[15]</sup>.

73. No que coube à SPS apurar, conforme apontado no Relatório de Inquérito, a execução dos programas de recompra entre 25.11.2015 e o final de janeiro de 2016 foi, de fato, realizada no interesse do controlador, visando a redução das chamadas de margem das operações a termo que o controlador detinha.

74. Porém, apesar de o Banco BTG continuar operando após esta data, aparentemente segurando o preço acima de R\$ 14,00 e incluindo ordens grandes, que funcionavam como suporte para o preço, não foi possível comprovar que a continuação do programa de recompra até outubro de 2017 atendeu os mesmos interesses do seu início, também não se pode concluir pela obrigação de execução de OPA por aumento de participação, conforme hipótese aventada pela SRE.

75. Quanto à tempestividade da publicação do Fato Relevante sobre a prisão do então CEO do Banco BTG, ocorrida no final do pregão do dia 25.11.2015, a SPS concluiu que a imprensa já havia divulgado informações sobre o ocorrido antes da abertura do pregão, sendo que o papel já abria com queda de 17,6% em relação ao fechamento do dia anterior, de modo que não há que se falar em prejuízo aos acionistas, em virtude de demora na divulgação.

76. Além disso, a prisão foi fato inesperado para o Banco BTG, sendo esperado que o DRI necessitasse de tempo para averiguar informações, redigir o Fato Relevante e divulgá-lo, enquanto ainda participava de reuniões do CA e da Diretoria.

77. Com relação à liquidez do Banco BTG no período e à escolha do tipo de comunicação (Comunicados ao Mercado em vez de Fatos Relevantes), a SPS concluiu que a divulgação de Fatos Relevantes teria sido impeditiva para a realização de recompra pelo Banco, conforme art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002<sup>[16]</sup>, o que sugere que a escolha pela divulgação por meio de comunicados ao mercado teria o condão de burlar o normativo citado.

78. As alienações de ações e cessão de títulos de renda fixa e debêntures ocorridas no período não representaram valores substanciais em relação aos ativos totais do Banco BTG e, quando foi realizada a alienação com o valor mais relevante em relação aos ativos totais, o Banco BTG fez a divulgação por meio de Fato Relevante, em 22.02.2016.

79. Ainda em relação à liquidez do banco, os diretores informaram que houve muitos resgates realizados por investidores logo após a notícia da prisão em tela, mas que, em nenhum momento, o Banco teve sua saúde financeira abalada, nem deixou de honrar seus compromissos. De acordo com a SPS, a liquidez do banco não esteve ameaçada.

80. Além disso, afirmaram que o Banco Central do Brasil (“BACEN”) monitorou de perto as condições financeiras, tendo emitido comunicado no dia 25.11.2015, apontando que a *“instituição apresenta robustos indicadores de solidez financeira e continua atuando normalmente no mercado”*.

81. Além disso, o BACEN incluiu o Banco BTG Pactual no rol de instituições sob acompanhamento especial, no qual analisa as operações em função de questões como liquidez e estabilidade. Não houve qualquer medida por parte do regulador quanto à preocupação com a liquidez do Banco no período.

## **DA RESPONSABILIZAÇÃO**

82. Ante o exposto, a SPS propôs a responsabilização<sup>[17]</sup> de:

**82.1. MARCELO KALIM e MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA**, na qualidade de Diretores do Banco BTG Pactual S.A., **JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA**, na qualidade de Diretor da BTG Pactual Asset Management S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, e **GUILHERME LOOS MARTINS**, na qualidade de Diretor da BTG CTVM S.A. - por terem manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da ICVM 08;

**82.2. RICARDO CHAMMA LUTFALLA**, na qualidade de Diretor da BTG CTVM S.A e de Diretor responsável pela Instrução CVM nº 505/2011 - por ter (i) manipulado os preços no mercado de valores mobiliários, com as *Units* BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, em infração ao item I c/c item II, “b”, da ICVM 08; e (ii) acatado ordens de operação em nome do Fundo Fúria, por parte de pessoas não autorizadas; e

**82.3. BTG PACTUAL CTVM S.A.** - por (i) ter acatado ordens de operação em nome do Fundo Fúria, por parte de pessoas não autorizadas, deixando de atuar com boa fé, diligência e lealdade, de forma a privilegiar interesses de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do Fundo Fúria, em infração ao art. 30, *caput* e parágrafo único, da ICVM 505; e (ii) não zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, e não comunicar à CVM a ocorrência de violação à legislação sob a égide de fiscalização da Autarquia, em infração ao art. 32, I e IV, da mesma Instrução.

## **DA PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO**

83. Devidamente intimados, os acusados apresentaram defesa e propostas para celebração de Termo de Compromisso, para pagamento à CVM, em benefício do mercado de valores mobiliários, dos seguintes valores:

83.1. MARCELO KALIM - R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais); e

83.2. BTG PACTUAL CTVM S.A., GUILHERME LOOS MARTINS, JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA, MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA e RICARDO CHAMMA LUTFALLA - total de R\$ 1.750.000,00 (um milhão setecentos e cinquenta mil reais) a serem pagos no valor individual de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais) para cada proponente.

## **DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE/CVM**

84. Em razão do disposto na Instrução CVM nº 607/2019 (art. 83), e conforme PARECER n. 00056/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM - PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, tendo **opinado** para que fosse

*“avaliada a conveniência e oportunidade do exercício da atividade consensual pela CVM no caso concreto, com vistas ao efetivo atendimento do interesse público, matéria afeta à atribuição do Comitê de Termo de Compromisso”.*

85. Com relação ao requisito constante do inciso I (cessação da prática), destacou, em resumo, que:

*“No que toca ao **requisito previsto no inciso I**, registramos o entendimento da CVM no sentido de que *‘sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada, ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe’.**

Considerando-se que as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico, de acordo com o explicitado acima (manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, com as Units BBTG11, no período entre 25.11.2015 e 27.01.2016, com o fito de segurá-los ou elevá-los, logo após a prisão de André Esteves, CEO do Banco BTG Pactual S.A., em 25.11.2015), **não se verifica**, a princípio, **indícios de continuidade infracional (...)**” **(grifado)**

86. Quanto ao requisito constante do inciso II (correção das irregularidades), a PFE/CVM entendeu que:

*“No que concerne à **correção de irregularidades**, os proponentes apresentam oferta indenizatória no valor, a ser pago individualmente, de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais).*

*(...)*

*(...) existindo prejuízos concretamente demonstrados, não é possível a celebração do termo sem a formulação de proposta indenizatória.*

*(...) **não se vislumbra a ocorrência de prejuízos mensuráveis, com possível identificação dos investidores lesados**, à luz das conclusões do Relatório nº 5/2019-CVM/SPS/GPS-1 (...), a desautorizar a celebração do compromisso mediante a formulação de proposta indenizatória exclusivamente à CVM.*

*Por sua vez, **a existência de danos difusos mostra-se inafastável, haja vista que a manipulação de preços configura conduta que acarreta inegável abalo na confiança dos investidores**, bem como no regular funcionamento do mercado, interferindo na correta formação dos preços dos papéis negociados.” **(grifado)***

## **DA DELIBERAÇÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO**

87. O art. 86 da Instrução CVM nº 607/19 estabelece, além da oportunidade e da

conveniência, outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de Termo de Compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, a colaboração de boa-fé, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto<sup>[18]</sup>.

88. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de termo de compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

88. A esse respeito, e diante do acima exposto, em reunião realizada em 01.12.2020<sup>[19]</sup>, o Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê” ou “CTC”), ao analisar as propostas de Termo de Compromisso apresentadas no âmbito do processo em tela, tendo em vista: (i) o disposto no art. 86 da Instrução CVM nº 607/19; (ii) a gravidade, em tese, do caso concreto<sup>[20]</sup>, e a sua repercussão no mercado de valores mobiliários; (iii) a desconsideração do regulado, no caso concreto, em relação a constantes orientações do regulador; e (iv) o ineditismo da conduta de que se trata (sequência de programas de recompra seguidos dos cancelamentos das *Units* em tesouraria, no intuito, em tese, de burlar o limite da ICVM 567), **o CTC entendeu que o efeito paradigmático da resposta estatal exigível no presente caso perante a sociedade em geral e, mais especificamente, os participantes do mercado de valores mobiliários como um todo, dar-se-ia, mais adequadamente, por meio de um posicionamento do Colegiado da Autarquia em sede de julgamento.**

89. Cabe ressaltar que, mesmo que o Comitê entendesse ser o caso de abertura de negociação, o que não ocorreu, considerando todo o contexto aqui relatado, não haveria como mensurar objetivamente, nos limites da atuação da CVM no particular, o prejuízo ocorrido se não tivesse havido a manipulação que objetivava evitar a chamada de margem, razão pela qual não seria possível, com segurança jurídica, sequer utilizar, no caso em tela, multiplicador usualmente utilizado em negociações abertas para casos similares, sendo que tal prejuízo teria sido, em tese, bastante superior a R\$ 20 milhões, valor máximo da pena-base pecuniária em tese aplicável, o qual, no entendimento do CTC e por todas as razões acima, seria inadequado e insuficiente para eventual celebração de termo de compromisso no caso concreto.

90. Vale dizer que, ao final, não se está a questionar os termos da proposta apresentada em si, mas sim a se entender que não seria do interesse deste órgão regulador a celebração do ajuste de que se cuida, o qual está adstrito ao poder discricionário da Autarquia previsto na Lei nº 6.385/76.

## **DA CONCLUSÃO**

91. Em razão do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso, em deliberação ocorrida em 01.12.2020<sup>[21]</sup>, decidiu propor ao Colegiado da CVM a **REJEIÇÃO** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por MARCELO KALIM, BTG PACTUAL CTVM S.A., GUILHERME LOOS MARTINS, JOSE ZITELMANN FALCÃO VIEIRA, MARCUS ANDRÉ SALES SARDINHA e RICARDO CHAMMA LUTFALLA.

[1] Não existem outros imputados na peça acusatória.

[2] *Units* são ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, como uma ação ordinária e um bônus de subscrição, por exemplo, negociados em conjunto. As *Units* são compradas ou vendidas no mercado como uma unidade ([http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/Units/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/Units/)).

[3] A ordem de prisão temporária foi motivada pela suspeita de que teria havido tentativas de obstruir as investigações da “Operação Lava-Jato”, por meio do pagamento de valores para que outros acusados não firmassem acordo de delação premiada.

[4] Art. 7º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

(...)

II – for realizada em mercados organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado;

(...)

Art. 11. As limitações à negociação previstas nesta Instrução aplicam-se sem prejuízo das normas da CVM que dispõem sobre:

I – a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas; (...)

[5] Art. 10. As aquisições de ações de própria emissão realizadas em mercados organizados de valores mobiliários presumem-se em conformidade com as normas que vedam a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, se atendidas as seguintes condições:

(...)

II – o volume negociado não exceder 25% (vinte e cinco por cento) do volume médio diário nos últimos 20 (vinte) pregões anteriores àquele em que a negociação for realizada; (...)

[6] Art. 8º As companhias abertas não podem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado.

[7] § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

(...)

IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

[8] Segundo o Manual de Administração de Risco da B3 (Disponível em [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao)): “A chamada de margem corresponde ao déficit de garantias quando comparados o valor das garantias depositadas e o risco das operações não alocadas e das operações alocadas sob a modalidade de colateralização pelo participante, sendo



as garantias avaliadas também sob os diversos cenários do conjunto”.

[9] Art. 8º, As companhias abertas não podem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado.

[10] 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:

[...]

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

[11] Código Penal, art. 299 - Omitir, em documento público ou particular, declaração que dele devia constar, ou nele inserir ou fazer inserir declaração falsa ou diversa da que devia ser escrita, com o fim de prejudicar direito, criar obrigação ou alterar a verdade sobre fato juridicamente relevante.

[12] Art. 4º O intermediário deve indicar:

I - um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e

(...)

§ 4º Os diretores referidos nos incisos I e II **devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.**

[13] Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução:

I - intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;

(...)

Art. 30. O intermediário **deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes.**

Parágrafo único. É vedado ao intermediário **privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.**

(...)

Art. 32. O intermediário deve:

I - **zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado**, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias;

(...)

IV - informar à CVM sempre que **verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar**, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação; (...)

[14] Processo CVM 19957.004026/2015-41.

[15] Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

[16] Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

[17] Idem N.E. 01.

[18] Os PROPONENTES não figuram como acusados em outros processos sancionadores instaurados pela CVM. Fonte INQ: última visualização em 27.01.2021.

[19] Deliberado pelos membros titulares da SGE, SEP, SNC, SSR e pelo Substituto da SMI.

[20] A manipulação de preços no mercado de valores mobiliários é considerada infração grave nos termos do item III da ICVM 8. Além disso, o caso de que se trata ensejou, inclusive, comunicação dos fatos ao Ministério Público Federal, em razão da presença de indícios de crime de ação penal pública (falsidade ideológica e manipulação do mercado).

[21] Idem N.E. 19.



Documento assinado eletronicamente por **Vera Lucia Simões Alves Pereira de Souza, Superintendente**, em 04/02/2021, às 15:50, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 04/02/2021, às 15:55, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 04/02/2021, às 16:02, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Superintendente**, em 04/02/2021, às 16:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza, Superintendente Geral Substituto**, em 04/02/2021, às 17:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1190734** e o código CRC **73498176**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1190734** and the "Código CRC" **73498176**.*

---