

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº SP2012/374

- Acusados:** Álvaro Augusto de Freitas Vidigal  
Camilo Holz Pereira Nunes  
Fernando Borges Pinto  
*Hera Investment* Agentes Autônomos de Investimento Ltda.  
Marcelo Pereira Cavalari  
Marcelo Rocha Uva  
Paulo Henrique Beyruthe  
SOCOPA – Sociedade Corretora Paulista S.A.
- Ementa:** Administração irregular de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM. Inobservância do dever de diligência. *Absolvição, Proibições temporárias e Multas.*
- Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, decidiu:
1. Preliminarmente, **rejeitar** as alegações de prescrição da ação punitiva por parte da CVM.
  2. No mérito, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76; no art. 18 da Instrução CVM nº 306/99; e no art. 16, inciso IV, b, da Instrução CVM nº 434/06:
    - 2.1. Por unanimidade:
      - 2.1.1. Aplicar ao acusado **Paulo Henrique Beyruthe a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de seis anos, para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários**, por sua atuação irregular como administrador de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99;
      - 2.1.2. Aplicar ao acusado **Marcelo Rocha Uva a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de seis anos, para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários**, por sua atuação irregular como administrador de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76;
      - 2.1.3. Aplicar ao acusado **Marcelo Pereira Cavalari a pena de proibição temporária, pelo prazo de cinco anos, de atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários**, por sua atuação irregular como administrador de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99;

- 2.1.4. Aplicar ao acusado **Fernando Borges Pinto a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de três anos, de atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários**, por sua atuação irregular como administrador de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99;
- 2.1.5. Aplicar à **SOCOPA – Sociedade Corretora Paulista S.A. a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00**, por não ter agido com a devida diligência na fiscalização de agentes autônomos de investimentos a ela vinculados, em infração ao parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03, combinado com o art. 17, §2º, da Instrução CVM nº 434/06,
- 2.1.6. Aplicar ao acusado **Álvaro Augusto de Freitas Vidigal, na qualidade de diretor responsável pelo cumprimento da Instrução CVM nº 387/03, a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00**, por não ter agido com a devida diligência na fiscalização de agentes autônomos de investimentos vinculados à SOCOPA, em infração ao disposto no parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 387/03;
- 2.1.7. **Absolver Camilo Holz Pereira Nunes** da acusação de atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários; e
- 2.2. Por maioria, **RECONHECER a extinção de punibilidade para a Hera Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.**, dada a dissolução da companhia em 15 de outubro de 2015.

O Colegiado deliberou, por fim, comunicar o resultado do julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, nos termos do MEMO nº 03/2013/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, de 16.01.2013 (fls. 908 a 914), para as providências que aquele órgão julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

O Colegiado determinou, ainda, uma vez transitada em julgado, que a decisão proferida no âmbito do processo seja comunicada à BM&FBOVESPA para a adoção das medidas que julgar cabíveis.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652, a decisão absolutória proferida por esta Comissão transita em julgado na primeira instância, deixando a CVM de interpor recurso de ofício ao já citado Conselho de Recursos.

Proferiram defesas orais os advogados *Adriano Lisboa*, representando a SOCOPA e Álvaro Augusto de Freitas Vidigal e *Luiz Alfredo Paulin*, representando a Hera Investment, Fernando Borges Pinto e Marcelo Pereira Cavalari.

Presente o acusado Álvaro Augusto de Freitas Vidigal, que subiu à tribuna para tecer considerações adicionais à sua defesa.

Presente a Procuradora-federal Luciana Alves, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Tavares Borba, Relator, Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2016.

Gustavo Borba  
DIRETOR-RELATOR

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

### **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SP2012/0374**

**Acusados:** Álvaro Augusto de Freitas Vidigal  
Camilo Holz Pereira Nunes  
Fernando Borges Pinto  
Hera Investment Agentes Autônomos de Investimento Limitada  
Marcelo Pereira Cavalari  
Marcelo Rocha Uva  
Paulo Henrique Beyruthe  
Socopa – Sociedade Corretora Paulista S/A

**Assunto:** Apurar a eventual responsabilidade por infração ao art. 23, da Lei nº 6.385/76, c/c o art. 3º, da Instrução CVM nº 306/99; e ao art. 16, IV, "b", da Instrução CVM nº 434/06; ao art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/03, c/c o art. 17, §2º, da Instrução CVM nº 434/06, e ao art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM 387/03.

**Relator:** Diretor Gustavo Tavares Borba

#### **Relatório**

##### **I - Do Objeto**

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador ("PAS") instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("Acusação" ou "SMI") em face de (i) Paulo Henrique Beyruthe ("Paulo Beyruthe"), (ii) Marcelo Pereira Cavalari ("Marcelo Cavalari"), (iii) Fernando Borges Pinto ("Fernando Borges"), (iv) Camilo Holz Pereira Nunes ("Camilo Holz"), (v) Marcelo Rocha Uva ("Marcelo Uva"), (vi) Hera

Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda. ("HERA"), (vii) Socopa – Sociedade Corretora Paulista S/A ("Socopa") e Álvaro Augusto de Freitas Vidigal ("Álvaro Vidigal"), sob o fundamento de desrespeito ao art. 23, da Lei 6.385/76<sup>1</sup> c/c art. 3 e art. 18 da ICVM 306/99<sup>2</sup>, art. 16, inciso IV, alínea "b", da ICVM 434/06<sup>3</sup> e ao art. 4º, parágrafo único, da ICVM 387/03<sup>4</sup>.

## **II - Da Origem e dos Fatos**

2. O presente termo de acusação originou-se dos Processos CVM: RJ2008/10003, RJ2009/4770, RJ2009/5780, SP2009/0177, RJ2010/16913, SP2011/0015, SP2011/0029, SP2011/0082, MRP 60-2010, que tiveram por objeto reclamações<sup>5</sup> envolvendo irregularidades em relação à execução de operações em bolsa, não autorizadas ou não solicitadas, intermediadas por agentes autônomos de investimento da HERA que teriam atuado como prepostos da Socopa.

3. Tais processos foram encaminhados para a SMI, que os analisou no âmbito do Processo CVM SP2012/0374, concluindo pela apresentação, em 04/02/2013, do presente termo de acusação.

## **III - Do Termo de Acusação (fls. 916 a 1008)**

### **I. Da gestão irregular de carteiras**

4. Segundo a SMI as reclamações possuiriam as seguintes características em comum:

- i) o objeto das reclamações estaria, em todos os casos, relacionado a prejuízos ocasionados pela execução de operações em bolsa não autorizadas ou não solicitadas pelos reclamantes;
- ii) são citados pelos reclamantes os seguintes agentes autônomos de investimento ("AAI") da Hera: (i) Camilo Holz; (ii) Marcelo Cavalari e (iii) Paulo Beyruthé.;
- iii) das 9 reclamações, 8 teriam origem em operações ocorridas em 2008 e 1 em operações de 2009; e
- iv) em todos os casos existiria a presença de operações em mercado de opções e mercado a termo.

5. Diante dessas reclamações, a SMI analisou dados de operações cursadas durante todo o ano de 2008 por clientes atendidos pela HERA, informados pela Socopa.

6. Desta análise, verificou-se a existência de vários conjuntos de operações semelhantes, ou seja, operações utilizando a mesma estratégia, nos mesmos ativos, realizadas por diferentes investidores (ou em nome destes) em horários muito próximos ou concomitantes ("Operações Semelhantes"). Exemplos de estratégias de negociação adotadas seriam: (i) financiamento por meio de venda de ativo à vista e compra do mesmo ativo a termo; (ii) rolagem de opções por meio da compra de opções de compra com vencimento próximo e do lançamento de opções de compra com data de exercício mais distante; (iii) operações de day trade; e (iv) simples operações de compra e venda de ativos no mercado à vista.

7. Além disso, a Acusação intimou alguns clientes da Socopa que teriam sido atendidos pelos AAIs da Hera para que prestassem esclarecimentos acerca das negociações realizadas em seus nomes.

8. Assim, para os AAIs que foram acusados no presente PAS, a SMI levantou que: **Paulo Beyruthe (fls. 921 a 938)**

9. Paulo Beyruthe teria sido sócio da Hera de dezembro de 2007 a maio de 2010. Estaria envolvido em 7 das 9 reclamações recebidas.

10. Ademais, a Acusação teria descoberto que a atuação de Paulo Beyruthe como administrador de carteira irregular teria sido objeto de mais 8 reclamações na Hera, que teriam terminado na assinatura de acordos extrajudiciais para ressarcimento de prejuízos (fl. 922). Assim, somando-se às reclamações recebidas pela CVM, 15 clientes da Hera teriam, comprovadamente, se sentido prejudicados pela atuação deste AAI.

11. Para a SMI, embora esses acordos não importassem confissão de culpa, eles demonstrariam a atuação de Paulo Beyruthe como administrador irregular de carteiras, pois conteriam trechos como:

“operação feita na carteira trava de baixa que gerou um prejuízo de R\$15.000,00 na carteira (sic)” (fl. 925);

“(…) prejuízos sofridos em operações de compra e venda no mercado de ações (...), as quais estavam sob a responsabilidade do agente autônomo Sr. Paulo Henrique Beyruthe (...)” (fl. 924);

“(…) prejuízos sofridos em operações de compra e venda no mercado de ações (uma operação de venda de ações de Usiminas – usim5 – **sem prévia autorização** na qual a recompra da posição causou o prejuízo de R\$17.750,00)” (grifo no original) (fl. 924);

12. Também foram colhidas declarações de clientes de Paulo Beyruthe (não necessariamente reclamantes, todos residentes em São Paulo, SP) que teriam confirmado que o AAI teria realizado operações sem a anuência dos clientes:

Cliente C.P.I.: “o declarante informou (...) que realizou acordo, por volta de outubro de 2009, com o referido agente autônomo para que fosse reembolsado por este dos prejuízos incorridos por conta da **realização de operações sem sua autorização** (...) que para as operações realizadas no mês de dezembro de 2008 não houve transmissão de ordens, tendo sido **realizadas pelo Sr. Paulo Beyruthe sem autorização expressa do declarante**, além disso os valores envolvidos nesse mês eram incompatíveis com a exposição desejada” (fls. 926/927);

Cliente R.S.N.: “o declarante informou (...) que investiu doze mil reais (R\$12.000,00), mas que desconhece detalhes sobre o destino desse investimento, uma vez que isto estava a cargo do Sr. Paulo Beyruthe (...) que as decisões de investimento foram **totalmente delegadas ao Sr. Paulo Beyruthe** (...) que o Sr. Paulo Beyruthe **apresentou promessa de rentabilidade de 3% ao mês sem risco** (...) que **a realização das operações sempre esteve a cargo do Sr. Paulo Beyruthe**, sendo que não participou da decisão de realizá-las, tendo apenas feito o depósito de doze mil reais (...)” (fl. 927). (g.n.)

13. A série de Operações Semelhantes realizadas pelo AAI para diversos clientes estaria comprovada pela análise dos dados do ano de 2008, que mostraria que:

- i) em 21 e 22/01/2008<sup>6</sup> teriam sido realizadas operações de financiamento (venda à vista, compra a termo) com os ativos PETR4 e VALE5, para 5 clientes, mais o próprio acusado e seu pai, em horários muito próximos: 12 operações entre 15:40:41 e 15:52:51 e 3 operações entre 18:08:21 e 18:08:26, no dia 21/01/2008; e 9 operações entre 17:04:51 e 17:13:32, no dia 22/01/2008 (fls. 929/930);
- ii) em 15/08/2008, teriam sido feitas operações de rolagem de opções de ações de Petrobras e Vale em nome de 18 clientes diferentes, com operações concentradas em 2 blocos: 5 operações das 11:47:04 até 12:02:36, envolvendo 2 investidores, e 71 operações, envolvendo 16 clientes, das 13:41:44 às 15:32:20 (fls. 932 a 935);
- iii) em 26/12/2008 teriam sido realizadas operações *day trade* com ativos VALE5 em nome de 4 investidores, em um bloco de compra das 11:08:50 até 11:18:46 (6 operações) e em um bloco de compra das 14:15:55 até 14:16:06 (5 operações, 4 no mesmo horário, 14:15:55) (fls. 935/936); e
- iv) em várias datas de fevereiro e março de 2008, teriam sido detectadas operações com o ativo CESP6 à vista e a termo, seguindo a mesma estratégia, para 4 investidores diferentes, também em curtos espaços de tempo (fl. 937).

14. Questionado a respeito, Paulo Beyruthe afirmou que (i) somente os sócios N.B. e Marcelo Uva teriam autonomia para fazer operações alavancadas (a termo e de opções); (ii) no mercado à vista ele somente exercia a ordem após o contato com os clientes, sem nenhuma liberdade na escolha dos ativos ou quantidades; (iii) no momento da abertura da conta seria normal fazer uma reunião com os clientes e com os sócios a fim de estabelecer uma estratégia a ser traçada nas operações; e (iv) os clientes estariam a par das operações que estavam sendo realizadas em seus nomes, sendo informados por ele ou pelos sócios N.B. e Marcelo Uva por meio de emails, MSN, telefonemas e reuniões (fl. 965).

15. Assim, diante (i) do grande número de reclamações recebidas contra o acusado; (ii) da quantidade de operações relativamente complexas para o investidor de varejo médio, realizadas para clientes diferentes, no mesmo *timing* e com estratégias idênticas de negociação, que levariam a crer na participação de um AAI conhecedor de tais estratégias; e (iii) das declarações dos clientes ouvidos, a Acusação entendeu que Paulo Beyruthe teria realizado gestão da carteira de clientes da Hera, função para a qual não estava habilitado, nos termos do art. 23 da Lei 6.385/76 c/c os artigos 3º da ICVM 306/99.

#### **Marcelo Cavalari (fls. 938 a 946)**

16. Marcelo Cavalari teria sido sócio da Hera de dezembro de 2007 a fevereiro de 2011. Estaria envolvido em 1 das reclamações recebidas, apresentada ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos – MRP da BSM.

17. O reclamante alegou que Marcelo Cavalari teria efetuado negociações em seu nome sem sua devida autorização, e apresentou arquivos de áudio, dos quais a SMI extraiu alguns trechos do AAI:

“(...) eu fui lá e coloquei que só volto a fazer alguma coisa mediante a sua autorização aí, te ligando antes e falando antes, Schumy ó, vai acontecer

isso isso isso, tem interesse em fazer, não tem interesse em fazer... (fl. 363);”

”Mais eu respondi ora você lá schumy, deixei lá falei pra você que se eu vou fazer alguma coisa ali eu vou, eu pego e te aviso e tal, te aviso antes... (fl. 364);”

”Cara eu entrei nessa daí schumy, eu te falo cara, na maior das boas intenções velho, porque é como eu te falei cara, eu vi o Wagner catar um cara com 25 pau e levar ele pra 85 pau, e isso em dois meses. (fl. 366);”

”(...) aí era tudo que eu queria fazer cara, recuperar, a gente fez na maior das boas intenções cara (...) (fl. 366);”

”(...) e continuo lançando opções em cima do papel coberto ali só, vai lançando ali, vai embolsando a gordura, isso daí não tem risco de nada e a gente vai tentando recuperar aos poucos aí cara (...) (fl. 368);”

”A gente fez na maior das boas intenções cara, eu queria pegar esses nove paus teus aí, que tava ali, e jogar pra noventa entendeu? (fl. 369);”

”Se for surgindo alguma coisa aí, eu vou falando contigo e sempre ligando pra você aí, pra pegar sua autorização, pode ficar despreocupado cara. (fl. 387);”

18. Para SMI, trechos como *“maior das boas intenções”*, ou os esforços em *“recuperar”*, seriam uma tentativa do AAI de justificar as operações realizadas sem autorização prévia do cliente.

19. A Acusação chama ainda a atenção para a quantidade de vezes que são mencionados (em outros trechos das gravações) operações no mercado de opções e no mercado a termo, que seriam operações normalmente restritas aos profissionais de mercado e não aos pequenos investidores<sup>7</sup> (fl. 940). Marcelo teria lançado, ainda, opções em nome da mãe do reclamante, também sua cliente (fls. 940/941).

20. A série de Operações Semelhantes realizadas pelo AAI para diversos clientes estaria comprovada pela análise dos dados do ano de 2008, que mostraria que:

- i) em 15/05/2008 teriam sido realizadas operações de compra e venda do ativo CSNA3, para 3 clientes, em horários muito próximos: 6 operações de venda entre 11:15:15 e 11:18:05, e 3 operações de compra entre 16:46:49 e 16:47:14 (fls. 941/942);
- ii) em 15/07/2008, teriam sido realizadas 17 negociações em nome de clientes de Marcelo Cavaleri, das quais 15 seriam operações de compra da opção PETRG48 para 15 pessoas diferentes, realizadas entre 10:50:26 e 11:12:56 (fls. 942/943); e
- iii) em 18/08/2008 teriam sido realizadas operações de financiamento (venda à vista, compra a termo) com os ativos PETR4, para 15 pessoas diferentes, incluindo o próprio acusado, totalizando 43 transações, das 12:17:56 até 13:02:41.

21. Questionado a respeito, Marcelo Cavaleri afirmou que (i) no momento da abertura da conta era feita uma reunião com o cliente a fim de definir seu perfil de investidor, as operações que poderiam ser realizadas e as estratégias que poderiam ser adotadas para a carteira; (ii) seriam também explicadas aos clientes *“todas as operações de mercado, qualquer operação, seja de termo, aluguel, opções ou compras à vista o cliente era consultado previamente, lhe era informado dos riscos da operação e por fim dava sua anuência ou não para entrar na mesma. E também tinha clientes que entravam*

*em contato e emitiam ordens*"; e (iii) os clientes estariam cientes de todas operações realizadas em seus nomes previamente, sendo informados por meio de emails, MSN e telefonemas (fls. 965/966).

16. Assim, diante (i) da reclamação oferecida contra o acusado; (ii) dos comentários do reclamante e do reclamado de que a carteira da mãe do primeiro seria gerida pelo último; e (iii) da quantidade de operações relativamente complexas para o investidor de varejo médio, realizadas para clientes diferentes, no mesmo *timing* e com estratégias idênticas de negociação, que levariam a crer na participação de um AAI conhecedor de tais estratégias, a Acusação entendeu que Marcelo Cavallari teria realizado gestão da carteira de clientes da Hera, função para a qual não estava habilitado, nos termos do art. 23 da Lei 6.385/76 c/c os artigos 3º da ICVM 306/99.

### **Fernando Pinto (fls. 946 a 952)**

22. Fernando Pinto teria sido sócio da Hera de abril de 2008 a agosto de 2011. Não teria havido reclamações contra este AAI, mas a SMI teria identificado Operações Semelhantes em nome de clientes por ele atendidos.

23. Um desses clientes, R.B., teria afirmado que (fl. 947):

"(...) que nunca realizou operações por meio de home broker com uso de seu login e sua senha (...) que as operações eram comandadas pelo próprio Sr. Fernando, sendo que tomava conhecimento da realização de algumas delas por meio da correspondência que recebia pelo correio ou em algum eventual contato telefônico; que não chegou a ordenar ao Sr. Fernando a realização de compras e vendas, mas que anuía com as operações realizadas por ele em seu nome quando consultado; que, em função de seu limitado conhecimento sobre as características das operações realizadas, não compreendia na totalidade todos os detalhes das operações constantes das correspondências recebidas".

"Confrontado com uma lista de operações realizadas em seu nome, o declarante afirmou que não havia comandado a execução daquelas operações, sendo que no primeiro diálogo com o Sr. Fernando houve uma decisão por aplicação em ações da Petrobras, mas que todas as operações subsequentes não foram por ele comandadas e, ao que se recordava, poderia não ter sido consultado a respeito antes da realização de cada operação de compra e venda relacionadas. Perguntado se saberia identificar em que consistiam determinados instrumentos financeiros presentes na lista de negócios apresentada, o Sr. Rafael declarou que não, que sabia da existência dos mercados de opções e a termo, mencionados pelo Sr. Fernando, mas que não conhecia os seus riscos, características e aspectos mais específicos, que desconhecia eventuais estratégias utilizadas e que acordou que a decisão da estratégia a ser perseguida poderia ser feita pelo próprio Sr. Fernando Borges Pinto dentro de uma busca por maior rentabilidade (...) mas que não se considerava apto a tomar decisões em razão de seu limitado conhecimento sobre os aspectos operacionais desses mercados".

24. A série de Operações Semelhantes realizadas pelo AAI para diversos clientes estaria comprovada pela análise dos dados do ano de 2008, que mostraria que:

i) em 17/03/2008 teriam sido realizadas operações de financiamento (venda à vista, compra a termo) com os ativos PETR4, para 5 pessoas diferentes, totalizando 15 transações, realizadas entre 15:04:07 e 15:26:59 (fls. 948/949);

- ii) em 09/09/2008, teriam sido feitas operações de rolagem de opções de ações de Petrobras e Vale em nome de 9 clientes diferentes, incluindo o declarante R.B., com operações concentradas em 2 blocos: 14 operações das 15:14:22 até 15:32:42, e 10 operações das 16:28:45 às 16:36:49 (fl. 950); e
- iii) em 04 e 05/08/2008 teriam sido realizadas operações de “trava de baixa” – venda de opções de compra e, simultaneamente, compra da mesma quantidade de opções de mesma data de vencimento, com um preço de exercício superior –, para 9 pessoas diferentes, incluindo R.B., totalizando 15 transações em 04/08/2008, das 15:07:00 até 16:54:11; e 7 transações em 05/08/2008, das 10:43:53 às 11:13:11.

25. Questionado a respeito, Fernando Pinto afirmou que (i) não tinha liberdade para escolher ativos ou suas quantidades; (ii) todas as operações eram realizadas por solicitação dos clientes por meio de telefone, MSN ou email (fl. 966).

26. Assim, diante (i) das declarações do cliente R.B.; e (ii) da quantidade de operações relativamente complexas para o investidor de varejo médio, realizadas para clientes diferentes, no mesmo *timing* e com estratégias idênticas de negociação, que levariam a crer na participação de um AAI conhecedor de tais estratégias, a Acusação entendeu que Fernando Pinto teria realizado gestão da carteira de clientes da Hera, função para a qual não estava habilitado, nos termos do art. 23 da Lei 6.385/76 c/c os artigos 3º da ICVM 306/99.

#### **Camilo Holz (fls. 953 a 964)**

27. Camilo Holz teria sido sócio da Hera de abril de 2008 a março de 2011. Das reclamações analisadas pela SMI, uma envolveria este AAI.

28. Segundo o reclamante, a partir de janeiro de 2008 teriam sido realizadas, em seu nome, uma série de operações não autorizadas/solicitadas com o ativo CESP6, as quais teriam resultado em prejuízo significativo. Em maio de 2008 o reclamante teria recebido email da Hera informando os prejuízos e que estes teriam decorrido do comportamento atípico do papel.

29. Segundo a Acusação, Camilo Holz seria o AAI responsável por esse cliente, uma vez que seu número de cadastro, 516, seria o número informado pela Corretora. Segundo Camilo, Marcelo Uva e N.B. também atuariam como assessores do reclamante.

30. O mencionado email, enviado por Camilo Holz, explicaria ao reclamante que as perdas em sua carteira teriam ocorrido porque se estava contando com um leilão bem sucedido de privatização da CESP, o que não teria ocorrido, impondo grandes perdas ao cliente.

31. Trechos do email confirmariam a natureza intelectual da estratégia e execução dos investimentos do reclamante (fl. 955):

“Estamos traçando estratégia para a recuperação mais breve possível da carteira da Housing afim (sic) de aumentarmos assim passo a passo o volume de nossas operações buscando assim cada vez mais poder de compra e de valorização para a carteira da mesma”.

“Estávamos comprados em torno de R\$ 46,00, buscando uma rentabilidade de 8 a 9% (...)”.

“Considerando que estávamos termados (alavancados) nesta operação as perdas se deram de forma muito forte”.

32. Diferentemente dos casos anteriores, a análise da SMI não teria apontado a realização de Operações Semelhantes em nome de clientes de Camilo Holz (código 516).

33. Questionado a respeito, Camilo Holz afirmou que (i) o contato com a Housing seria frequente e o representante da empresa solicitava operações tanto no mercado à vista ou a termo, e suas quantidades, envolvendo o ativo CESP6; e (ii) os contatos eram feitos por telefone ou por visita do representante da Housing à Hera (o que ocorreria com certa frequência) (fl. 966).

34. Assim, diante (i) da reclamação oferecida contra o acusado; e (ii) das declarações dos clientes I.C. e D.B.O., a Acusação entendeu que Camilo Holz teria realizado gestão da carteira de clientes da Hera, função para a qual não estava habilitado, nos termos do art. 23 da Lei 6.385/76 c/c os artigos 3º da ICVM 306/99.

#### **Marcelo Uva (fls. 953 a 964)**

35. Marcelo Uva seria sócio da Hera desde abril de 2008 até o momento de elaboração do termo de acusação. Não teria havido reclamações contra este AAI, mas a SMI teria identificado Operações Semelhantes em nome de clientes por ele atendidos, além de sua assinatura constar do email enviado por Camilo Holz, mencionado no tópico anterior.

36. Um desses clientes, I.T.S.C., teria afirmado que (fl. 957):

“que quem a indicou foi o Sr. D.B.O, seu familiar; (iii) que não manteve contato com funcionários da HERA ou da Socopa e que o Sr. Daniel Borges era o responsável pelo seu atendimento; (iv) que repassou ao Sr. Daniel toda a administração de seus recursos, inclusive cedendo-lhe a senha de acesso ao home broker; (...) (vi) que investiu cerca de dez mil reais no mercado de capitais no ano de 2008; (vii) que após ter recebido a intimação da CVM para prestar esclarecimentos, conversou com o Sr. Daniel a respeito do assunto e ele esclareceu que não possuía vínculo empregatício com a HERA, sendo que a gestão das operações da Sra. Itana era realizada pelo Sr. Camilo Holz da HERA”.

37. Intimado, D.B.O.<sup>8</sup> prestou depoimento no qual teria informado (fl. 958):

“(…) que Camilo Holz era seu colega de faculdade (...); que por ocasião do ingresso do Sr. Camilo Holz na HERA decidiu investir seus recursos por meio dessa sociedade; (...) que o atendimento na HERA era realizado pelo Sr. Camilo ou, na sua ausência, pelo Sr. Marcelo Rocha Uva; (...) (iv) que, ao longo de 2008, os investimentos foram feitos de várias formas: (a) pelo home broker, com uso de seu próprio login e senha, (b) por meio da mesa de operações da HERA, com a transmissão de ordens pessoalmente ou por telefone e (c) por decisão da própria HERA, de acordo com a autonomia combinada entre o Sr. Daniel e o Sr. Camilo, mas nesse último caso para investimento de baixo risco e com valores menores, sendo que algumas dessas operações foram relatadas pelo Sr. Camilo apenas posteriormente à realização; que, todavia, essas últimas operações não são reconhecidas pelo declarante como causadoras de qualquer prejuízo, sendo que ao assim proceder o Sr. Camilo não se comportou de forma

inadequada perante as expectativas do Sr. Daniel, atuando dentro da autonomia combinada entre ambos”.

38. Segundo a Acusação, apesar das menções a Camilo Holz, os dois depoentes seriam clientes de Marcelo Uva, fato que teria sido confirmado tanto pelo código do assessor quanto pelo próprio AAI (fl. 959).

39. A série de Operações Semelhantes realizadas pelo AAI para diversos clientes estaria comprovada pela análise dos dados do ano de 2008, que mostraria que:

- i) em 16/04/2008 teriam sido realizadas operações de financiamento (venda à vista, compra a termo) com os ativos PETR4 e VALE5, para 8 clientes diferentes, totalizando 24 transações, realizadas entre 11:19:02 e 11:30:01 (fl. 960);
- ii) em 13/03/2008 e 19/03/2008, teriam sido feitas operações a termo com papéis da CESP6 em nome do mesmo grupo de clientes, com operações concentradas em 2 blocos: 8 operações das 11:25:50 até 11:37:19 do dia 13/03/2008, e 9 operações das 15:41:16 às 15:50:37 de 19/03/2008 (fl. 962); e
- iii) em 13/08/2008 teriam sido feitas operações de rolagem de opções de ações de Petrobras e Vale em nome de 7 clientes diferentes, com 36 transações das 11:13:21 até 11:41:45 (fl. 963).

40. Questionado a respeito, Marcelo Uva afirmou que (i) todas as operações eram solicitadas pelos clientes, por telefone ou email; e (ii) muitos faziam acompanhamento pelo *home broker* (fls. 966/967).

41. Assim, diante da quantidade de operações relativamente complexas para o investidor de varejo médio, realizadas para clientes diferentes, no mesmo timing e com estratégias idênticas de negociação, que levariam a crer na participação de um AAI conhecedor de tais estratégias, a Acusação entendeu que Marcelo Uva teria realizado gestão da carteira de clientes da Hera, função para a qual não estava habilitado, nos termos do art. 23 da Lei 6.385/76 c/c os artigos 3º da ICVM 306/99.

42. A SMI questionou a Hera sobre a eventual prática de administração de carteira irregular por esses agentes autônomos vinculados a essa sociedade. Segundo a sociedade de AAIs (fls. 419 a 422 e 455 a 461):

- i) a Hera teria tido conhecimento das aludidas práticas por operadores e tomado providências para que tais práticas tivessem sido banidas da empresa;
- ii) após ciência desse fato, os demais sócios da Hera teriam deliberado pela exclusão dos sócios que teriam mantido tais práticas; e
- iii) a Hera teria informado ainda que houve reclamações realizadas por investidores diferentes daquelas apresentadas no termo de acusação que teriam tido como objeto a realização de operações sem autorização prévia.

43. A Acusação ainda reforçou, com relação a todos os AAIs acusados, que as declarações dos próprios agentes levariam à conclusão de que o *modus operandi* da Hera incluiria uma reunião prévia com o cliente para traçar estratégias a serem seguidas nas operações realizadas pelos AAIs (fls. 979/980).

44. Sobre os fatos narrados, foram feitos questionamentos também à Hera, à Socopa e ao seu diretor, Álvaro Vidigal, que se manifestaram da seguinte forma (fl. 973/974):

- i) Hera: (i) a supervisão e controle de processos de mediação e distribuição de títulos era feita pela Socopa; (ii) cada sócio era responsável pelo atendimento e pelas operações por ele intermediadas, respondendo diretamente à área de risco, *compliance* e auditoria da corretora; (iii) os sócios majoritários possuíam as mesmas funções e prerrogativas que os demais AAIs, com a única diferença que representavam a empresa e exerciam algumas atividades administrativas (fl. 973); e
- ii) Socopa e Álvaro Vidigal: (i) não teriam recebido reclamações dos clientes mencionados pela área técnica, não podendo inferir se eles teriam ou não dado as ordens ou concordado com as operações realizadas; (ii) não teriam vislumbrado nenhum indício de gestão irregular de carteira ao analisar, diariamente, os relatórios gerados pelo sistema SINACOR; (iii) que os clientes mencionados teriam meios de acessar todas as suas operações por meio do sistema de *home broker* da corretora; (iv) que em consulta interna teriam verificado que os clientes mencionados teriam acessado o *home broker*, e estariam, portanto, cientes das operações realizadas; e (v) não teriam realizado qualquer acordo com os clientes vinculados a AAI da Hera (fl. 974).

45. A Hera era remunerada por 70% do montante de corretagem gerado por seus clientes, sobre o valor líquido de impostos<sup>9</sup>. A quantia era distribuída aos sócios de forma que cada um destes fazia jus a 60% da receita relacionada aos seus respectivos clientes.

## **II. Da falha de supervisão por parte da Socopa**

46. Quanto à Socopa, a prática irregular restaria comprovada a partir:

- i) da falha em supervisionar as operações dos clientes supracitados. Segundo a acusação não teria ocorrido nenhum monitoramento, pois uma supervisão de forma minimamente diligente teria detectado a realização de operações padronizadas e reiteradas em nome de diversos de seus clientes, ainda que por base amostral, uma vez que a atividade teria se prolongado por meses, envolvendo uma pluralidade de clientes, centenas de operações e diversos agentes autônomos contratados pela corretora<sup>10</sup>;
- ii) da não comprovação, por parte da corretora, de que mantinha os procedimentos de controle alegados, limitando-se a mencioná-los, quando inquirida. Dadas as características das operações trazidas aos autos, a Acusação considera que não seria razoável supor que se trataria de um desvio isolado, mas sim de uma falha sistemática nos controles internos. Caracterizar-se-ia assim a reiterada inobservância do dever de supervisão contido no art. 4º, parágrafo único da ICVM 387/03; e
- iii) dos ganhos financeiros auferidos pela Corretora, pelo não cumprimento de seu dever de supervisão, no valor de o valor de R\$1.268.531,08 (fl. 975), o que evidenciaria que a instituição teria deixado de agir no interesse de seus clientes e privilegiado seus próprios ganhos com receitas de corretagem decorrentes da administração de carteira.

47. A acusação ressaltou que a ICVM 434/06, vigente à época dos fatos, em seu art. 17, §2º<sup>11</sup>, previa a responsabilização da instituição intermediária, caso esta faltasse em seu dever de supervisão sobre os atos praticados por agentes autônomos contratados, consubstanciando assim a importância da conduta prescrita pelo art. 4º, parágrafo único, da ICVM 387/03.

### **III. Da falta de diligência por parte do diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 387/03**

48. Quanto a Álvaro Vidigal, a prática irregular restaria comprovada a partir:
- i) da falha em supervisionar as operações dos clientes supracitados, na qualidade de diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 387/03;
  - ii) da sua conduta não ter sido pautada pela lealdade em relação aos interesses de seus clientes. Seria sua responsabilidade uma supervisão zelosa e atenta que teria detectado a realização de operações padronizadas e reiteradas em nome de diversos de seus clientes; e
  - iii) da não implementação de controles eficazes que pudessem ter evitado a prática de administração irregular de carteiras de valores mobiliários pelos AAIs citados. Não se trataria de uma falha esporádica, mas de inobservância reiterada dos deveres atribuídos pela art. 4º, parágrafo único da ICVM 387/03, pois teria sido ignorada por completo a conduta irregular dos AAIs contratados, revelando uma inadequação dos controles internos da corretora.

### **IV - Acusações (fls. 986 a 988)**

49. Diante do exposto, a Acusação concluiu pela responsabilização de:
- i) **Paulo Henrique Beyruth, Marcelo Pereira Cavallari, Fernando Borges Pinto, Camilo Holz Pereira Nunes, Marcelo Rocha Uva e Hera Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda**, pelo exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem autorização da CVM, em infração ao art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o artigos 3º da ICVM 306/99, considerado como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei 6.385/76 na forma do art. 18 dessa mesma Instrução, e 16, inciso IV, "b", da ICVM 434/06;
  - ii) **Socopa – Sociedade Corretora Paulista S.A.**, pela falta de cuidado e diligência em fiscalizar as atividades da sociedade de agentes autônomos contratada – HERA, em infração ao parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM 387/03 c/c o art. 17, §2º, da Instrução CVM nº 434/06;
  - iii) **Álvaro Augusto de Freitas Vidigal**, pela falta de cuidado e diligência em fiscalizar as atividades da sociedade de agentes autônomos contratada – HERA, em infração ao parágrafo único do art. 4º da ICVM 387/03.

### **V - Das Defesas**

### **SOCOPA E ÁLVARO VIDIGAL (FLS. 1059 A 1074)**

50. Em defesa conjunta, a Socopa e Álvaro Vidigal argumentaram, resumidamente, que:

- i) durante a vigência da ICVM 387/03, os defendentes teriam adotado os controles disponíveis e exigidos pelos intermediários, e não se poderia cobrar os procedimentos e controles cobrados pela ICVM 505/11. O mesmo teria ocorrido com a ICVM 434/06 e a ICVM 497/12 que também teriam criado novos níveis de controle e responsabilidade dos intermediários;
- ii) os reclamantes teriam tido acesso às operações por meio do *home broker* (fl. 1064);
- iii) não teria sido possível pelos controles de fiscalização, à época dos fatos, detectar nenhuma anormalidade na atuação dos agentes autônomos da Hera. Além disso, a Socopa não teria recebido reclamações dos clientes que pudessem alertar para uma eventual prática ilícita desses agentes autônomos;
- iv) a Acusação estaria exigindo dos defendentes condutas que os normativos da época não exigiam e que estavam acima de suas próprias capacidades à época da ocorrência dos fatos;
- v) os defendentes não poderiam ser responsabilizados por atos de terceiros sem que tenham contribuído para sua prática. O fato de não terem identificado as condutas supostamente irregulares não desmereceriam sua conduta proba e não poderia ser fundamento para sua penalização;
- vi) o contrato com a Hera teria sido rescindido em 14/12/2009, após a reclamação de infiel execução de ordens relacionada aos agentes autônomos da Hera (fls. 164 a 187) de 10/11/2009;
- vii) com relação à responsabilização do diretor Álvaro pela suposta omissão na fiscalização, durante o período apontado pela acusação não teria a função de acompanhar e fiscalizar as operações realizadas pela Hera, que seria "*exercida por uma equipe de profissionais subordinados ao Sr. Marcos Antônio Monteiro de Barros, Diretor Estatutário da Socopa, e sob a gerência do Sr. Michel Campanella*" (fl. 810); e
- viii) por fim, não seria possível aplicar a teoria da responsabilidade objetiva ao defendente, pois a jurisprudência seria pacífica no sentido de aplicar a teoria da responsabilidade subjetiva para os casos de responsabilidade de administradores de instituições financeiras e assemelhadas.

#### **HERA (FLS. 1115 A 1151)**

51. A Hera defendeu-se nos seguintes principais termos:

- i) as reclamações seriam referentes aos sócios da Hera e não haveria nenhuma reclamação contra a defendente, logo não seria responsabilidade da defendente responder pelos sócios, pois esses teriam autonomia de atuar como AAIs. Além disso, o art. 17 da ICVM 434/06 estabeleceria que o AAIs seriam os responsáveis pelos prejuízos decorrentes da sua atividade;

- ii) a acusação teria estabelecido a infração de múltiplos atos normativos<sup>12</sup>, no entanto existiriam penas distintas para essa mesma conduta, inclusive com uma pena mais grave que a outra. Assim, segundo o critério da especialidade deveria ser afastada a aplicação da ICVM 306/99, pois a ICVM 434/06 seria uma norma mais específica atribuída à atividade de agente autônomo de investimento. Nesta instrução a infração teria deixado de ser considerada grave;
- iii) a infração alegada exigiria ato próprio de uma pessoa física, não poderia ser aferido esse tipo de conduta a uma pessoa jurídica;
- iv) as características da sociedade de AAI's serviria exclusivamente para proporcionar ao sócio o exercício de sua atividade de AAI's. O art. 2º da ICVM 434/06 definiria o AAI's como pessoa natural. Dessa forma, ainda que o art. 3º da ICVM 434/06 possa permitir o exercício da atividade de AAI's por pessoa jurídica, esse exercício seria apenas em caráter instrumental para viabilizar a atuação das pessoas naturais que integram essa sociedade. A Hera não teria emitido, repassado ou acatado ordens, pois nem poderia;
- v) a acusação mencionaria um valor de R\$2.546.026,38 que teria sido recebido pela defendente referente às operações mencionadas, no entanto seria prática de mercado que todas as sociedades formadas por AAI's retenham parte do valor das operações. Apesar disso o grande percentual seria dos sócios, que teriam 60% das comissões das operações. Contudo, a Hera é que teria assumido os custos operacionais da sociedade e os 8 acordos realizados, e não os sócios;
- vi) em relação às supostas operações semelhantes, a ICVM 434/06 permitiria que o AAI's divulgasse as possibilidades de negócios disponíveis para os clientes. Por essa razão seria natural a realização de negócios semelhantes em datas aproximadas; e
- vii) as chamadas operações de "*financiamento*" e as de "*trava baixa*" não seriam tão complexas quanto leva a crer a acusação, pois não passariam de uma compra e venda. Tais operações teriam sido informadas aos clientes que por conta própria teriam se interessado pelos atrativos das operações de "*financiamento*" e com "*trava de baixa*".

#### **MARCELO UVA (FLS. 1106 A 1113)**

52. Em defesa, Marcelo Uva argumentou, resumidamente, que:

- i) o defendente não teria nenhuma reclamação contra si, ele teria sido apenas citado em reclamações contra Camilo Holz e D.B.O.;
- ii) repete o argumento da pluralidade de normativos sobre o assunto (item ii da defesa da Hera) e da possibilidade existente à época de divulgação, por parte dos AAI's, de negócios disponíveis para os clientes (item vi da defesa da Hera); e
- iii) em relação ao e-mail (fl. 179) enviado em seu nome e dos agentes Camilo Holz e N.B., ele não seria por si só capaz de provar de que teria ocorrido administração de carteira sem autorização em nome de uma empresa que teria investido um montante inicial de R\$1.841.536,32, valor que superaria a quantia mínima para ser considerada investidora qualificada na CVM. Esse e-mail não

mencionaria em qualquer de suas passagens que a operação teria ocorrido sem autorização do investidor, o conteúdo seria apenas para lamentar o desempenho do investimento e oferecer ferramentas ao investidor para que ele pudesse recuperar o que perdera.

**PAULO BEYRUTHE (FLS. 1076 A 1090 E 1242/1243)**

53. Em defesa, Paulo Beyruth argumentou, nos seguintes principais termos, que:
- i) como preliminar, argui que acusação o imputa a infração de administração irregular de carteira de valores mobiliários que constaria em 3 regras distintas: art. 23 da Lei nº 6385/76, art. 3º da ICVM 306/99 e art. 16, IV, "b", da ICVM 434/06;
  - ii) a instrução que mais se adequaria ao ocorrido seria a ICVM 434/06, que revogaria as anteriores (fl. 1242);
  - iii) sua participação na sociedade nunca teria passado de 0,0001% na corretora, e ele teria tido sempre posição hierárquica inferior e responderia ordens dos reais sócios;
  - iv) desse modo, todos os sócios majoritários (incluindo Fernando Pinto, que teria comprado 12% das cotas dos outros sócios) estariam em posição hierárquica superior e teriam ciência de "*tudo o que ocorria*" e livre acesso ao banco de dados dos clientes;
  - v) a Socopa só receberia ordens a termo feitas pelos "*sócios reais*" (sócios majoritários) e o sócio N.B. seria o responsável pelas estratégias de operações;
  - vi) nunca teria havido gestão de carteira, pois os clientes seriam previamente informados de todas as operações. As operações chamadas pela Acusação de *day trade* de opções seriam operações de financiamento, com opções casadas, ou rolamento de opções;
  - vii) os clientes teriam sido informados sobre o risco do mercado variável, inclusive o contrato com a corretora Socopa mencionaria essa informação. A maioria dos reclamantes frequentaria a Hera e as operações teriam sido realizadas com a sua presença acompanhando e autorizando. Além disso, os clientes teriam acesso ao *Home Broker* e às notas de corretagem diariamente.
  - viii) os clientes estariam de má-fé ao tentar reaver um capital que teria se desvalorizado devido a crise financeira;
  - ix) o defendente teria sido vítima de coação moral por parte da Hera que o teria obrigado a assinar compromisso de ressarcimento de clientes por erros operacionais, pelos quais seria ressarcido futuramente pela Hera (o que não teria ocorrido). Apresenta documentação comprobatória (contratos e comprovantes de pagamento) para os reclamantes S.L.M. (fl. 1083), F.E.M. (fls. 1084 a 1086) e A.C.A. (fl. 1087) teriam feito acordos nos quais o acusado assumiria todas as ordens realizadas no mercado variável;
  - x) em fevereiro de 2009 o defendente teria sido transferido para a área comercial da Hera. Além disso, devido à falta de pagamento das comissões o nome do defendente teria ido para o cadastro do Serasa, desse modo não poderia ter acesso ao terminal de ordens, sendo impossibilitado de repassar as ordens dos clientes, assim quem teria assumido a sua base de clientes seria R.R., Marcelo Uva, N.B. e Fernando Borges; e

- xi) posteriormente, a Hera teria passado a operar com outra corretora e o defendente não teria autorização para operar através dessa nova corretora.

**FERNANDO PINTO (FLS. 1153 A 1165)**

54. Em defesa, argumentou, resumidamente, que:
- i) não há reclamação de cliente contra ele;
  - ii) repete o argumento da pluralidade de normativos sobre o assunto (item ii da defesa da Hera) e da possibilidade existente à época de divulgação, por parte dos AAIs, de negócios disponíveis para os clientes (item vi da defesa da Hera);
  - iii) a Acusação ter-se-ia baseado no depoimento de uma só testemunha, das dezenas de pessoas atendidas pelo acusado. Esse depoimento seria vago, contraditório, teria ocorrido 5 anos depois dos fatos e teria sido conduzido com “*olhos de condenação*”; e
  - iv) deveriam ser considerados os depoimentos acostados aos autos, nos quais os clientes J.R.A., F.R.M., A.J.F.P. e M.I.M.B.P. (fls. 1162/1165) afirmam não ter havido gestão de suas carteiras pelo acusado.

**CAMILO HOLZ (FLS. 1185 A 1230)**

55. Em defesa, argumentou, resumidamente, nos seguintes termos:
- i) a Housing já seria cliente de Camilo Holz em outra corretora e acompanhou o AAI quando este se transferiu para a Hera/Socopa, o que demonstraria confiança no trabalho realizado;
  - ii) o defendente de fato teria atuado com Marcelo Uva e N.B. como assessor para inserção de ordens da Housing. Todas as operações, no mercado à vista ou a termo, seriam solicitadas por D.B.O., procurador da Housing;
  - iii) o período de 1 ano entre a realização das operações e a reclamação da empresa demonstraria se tratar de caso em que investidor só questiona as operações devido ao prejuízo do investimento. Em relação a esse tipo de procedimento a CVM viria mantendo as decisões do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) de confirmar a improcedência desse tipo de reclamação;
  - iv) a Housing teria pleno conhecimento das operações realizadas por meio de seu intermediário D.H., pois receberia os Avisos de Negociação de Ações (“ANAs”) e extratos de custódia enviados pela BM&FBOVESPA e pela Companhia de Brasileira de Liquidação de Ações (“CBLC”);
  - v) Conforme informações operacionais fornecidas pela BSM, entre 20/01/2008 e 23/06/2008, período indicado pela Socopa como sendo o que a Housing teria operado o papel CESP6 em 85 pregões, sendo que em 84 destes pregões teria acessado o sistema *home broker*;

- vi) dos 85 pregões, a Housing teria operado com o papel CESP6 em 20 pregões, e em 15 deles as negociações teriam sido realizadas através do *home broker*<sup>13</sup>. Diante disso, não seria possível a Housing alegar que *"todas as operações envolvendo CESP6 foram realizadas sem que tenha havido qualquer tipo de solicitação/determinação de negociação do ativo"*;
- vii) a ficha cadastral informaria que as ordens seriam emitidas pelo procurador da Housing, D.H., que teria poderes para transmitir as orientações para um repassador de ordens. Desse modo, teriam sido observados os termos dos art. 11, III e art. 14, da ICVM 387/03, uma vez que a Housing teria efetivamente indicado procurador para emitir ordens em seu nome;
- viii) o procurador D.H. seria conhecedor das regras de mercado, tendo em vista a responsabilidade que tinha na Housing, além de ter realizado a prova de agente autônomo de investimento e sido aprovado, apesar de não ter celebrado contrato com nenhuma empresa de AAI's ou corretora;
- ix) o e-mail enviado em nome do defendente, juntamente com os agentes N.B. e Marcelo Uva, não indicaria a prática de administração de carteira, pois estabelecer estratégia não significaria administrar carteira. Neste caso específico, teria sido apenas uma possível avaliação das possibilidades de diminuir o prejuízo suportado pelo cliente. Assim, a mensagem eletrônica não poderia ser considerada como indício para a condenação do defendente, pois seria apenas para estimular o cliente a continuar investindo no mercado de valores mobiliários, e tal prática seria legítima no mercado;
- x) o investimento em ações CESP6 estaria sendo recomendado à época por diversos analistas naquela época, pois se estaria apostando na sua privatização;
- xi) no que diz respeito à inexistência de indícios suficientes para a condenação do defendente, o Colegiado já teria se manifestado que *"não se indica nem autoria nem materialidade, tecnicamente falando, e se está apenas a especular sobre a suposta e eventual ocorrência de um ilícito, que não se sabe se houve nem quem o teria praticado"*<sup>14</sup>;
- xii) por fim, a acusação não teria demonstrado indícios da ocorrência da infração de administrador de carteira irregular, pois, (i) a Housing teria atuado por intermédio de procurador; (ii) as ordens transmitidas verbalmente, através do defendente, seriam do tipo administrada; e (iii) o procurador teria estado sempre no comando das operações, isso pode ser comprovado pelos acessos diários ao *home broker* e pelas visitas frequentes às instalações da Hera. O defendente também nunca teria sido questionado pela Housing para ressarcimento dos prejuízos, pessoalmente, por meio da Hera ou por meio do MRP;
- xiii) não teria havido observância ao art. 11 da Deliberação CVM 538/08<sup>15</sup>, pois o defendente não teria sido chamado pela CVM para prestar esclarecimentos sobre os depoimentos dos investidores D.B.O. e I.T.S., tendo ciência das alegações desses dois investidores somente por meio de sua intimação;
- xiv) não existiria elemento indicativo que colaborasse com os depoimentos dos investidores. Pelo contrário, as informações operacionais disponibilizadas pela

Socopa (fl. 605) demonstrariam que o assessor responsável pela inserção das ordens da cliente I.T.S. não seria o assessor 516, código utilizado pelo defendente, mas sim, o assessor 522, código utilizado por Marcelo Uva;

- xv) além disso, ao contrário do que afirmaria a Acusação, o depoimento de I.T.S, quando lido em sua integralidade, deixaria claro que D.B.O. seria o administrador de sua carteira, o que seria comprovado pelo fato de o pai de D.B.O. tê-la ressarcido pelos prejuízos incorridos;
- xvi) D.B.O. seria conhecedor e entusiasta do mercado de capitais e atuaria no mercado como procurador de amigos e parentes. Segundo seu depoimento, não teria como o defendente ser administrador de sua carteira pois seria o próprio investidor que indicava as ordens, via *home broker*, pessoalmente ou por telefone, por intermédio da mesa de operações ou por meio de uma autonomia combinada com o agente autônomo, o que ocorreria com o defendente e outros agentes autônomos;
- xvii) no caso dessa "autonomia" dos agente autônomos, não se trataria de administração de carteira, mas de colocação de ordens administradas; e
- xviii) o próprio depoimento de D.B.O. esclareceria que ele atuava como procurador de diversos investidores, inclusive da cliente I.T.S. Além disso, teria afirmado ter reembolsado esses investidores como forma de compensar os prejuízos que lhe teriam sido causados (fls. 644 a 647).

#### **MARCELO CAVALARI (FLS. 1236 A 1240)**

56. Em defesa, argumentou, resumidamente, que:

- i) como preliminar, argui que a administração irregular de carteira de valores mobiliários constaria em 3 regras distintas: art. 23 da Lei nº 6385/76, art. 3º da ICVM 306/99 e art. 16, IV, "b", da ICVM 434/06;
- ii) o primeiro dos normativos da CVM falaria em "exercício desautorizado de administração de carteira", enquanto o segundo falaria em "contratação de serviços de administração de carteira". A ICVM 306/99 classificaria a infração como grave, enquanto a ICVM 434/06, não;
- iii) sendo assim, o defendente não poderia ser processado por uma mesma conduta com base em normativos diferentes e com sanções diferentes;
- iv) quando um novo cliente era captado, era feita uma reunião na qual o defendente informava os produtos e serviços prestados pela Socopa e fazia um levantamento do perfil do cliente (*know your client*), mas não havia outorga de poderes para o agente autônomo;
- v) com relação às Operações Semelhantes, elas teriam ocorrido porque o AAI teria ofertado a clientes possibilidades de negócios, o que não desrespeitaria os art. 15 e art. 16 da ICVM 434/06. Tal racional teria sido seguido pela inclusão, na edição da ICVM 497/11, da prestação de informações sobre produtos e serviços oferecidos pela instituição no rol de atividades do AAI (art. 1º);

- vi) as reuniões teriam intenção de conhecer os clientes e informar as oportunidades de mercados compatíveis. Tal atividade não teria relação com estratégia de investimento;
- vii) por causa da informação em massa destas oportunidades de negócios, haveria a realização de negócios semelhantes por uma coletividade de pessoas, em datas próximas ou coincidentes. Isso se daria pela natureza do mercado de opções e a termo que possuiriam vencimentos com datas certas;
- viii) as operações, denominadas complexas pela Acusação, seriam somente operações de compra e venda que, ao entrar no cotidiano do investidor, perderiam sua complexidade;
- ix) o cliente M.S.S., único reclamante, teria arriscado operações no mercado a termo para a sua mãe, de quem seria procurador. Apesar de alegar o desconhecimento das operações referentes ao período de janeiro a março de 2009, não teria feito reclamação para apurar as perdas dessas operações, evidenciando assim sua má-fé e manipulação nas conversas gravadas;
- x) como o cliente era importante para corretora teria recebido redução nas corretagens, mas não teriam ocorrido operações em sua carteira sem autorização;
- xi) os investidores atendidos não teriam apresentado queixa à CVM, à corretora ou à BM&FBOVESPA; e
- xii) o defendente teria somente a reclamação de M.S.S. contra si, não podendo ser comparado aos demais acusados.

57. Em 28/06/2016, a defesa da Hera apresentou petição informando que esta sociedade havia sido extinta perante o 6º Oficial de Registro de Títulos e Documentos e Civil de Pessoa Jurídica de São Paulo/SP em 15/10/2015 (fls. 1453 a 1463).

58. Na mesma data, Fernando Pinto e Marcelo Uva protocolaram expedientes nos quais reiteraram seus argumentos de defesa (fls. 1464 a 1507).

## **VI - Das Propostas de Termo de Compromisso**

59. Com fulcro no art. 11 §5º e §9º, da Lei 6.385/76, e no art. 7º da Deliberação CVM 390/01, os acusados (i) Hera, (ii) Socopa, (iii) Álvaro Vidigal, (iv) Marcelo Uva, (v) Paulo Beyruthe, (vi) Fernando Pinto, (vii) Camilo Holz, (viii) Marcelo Cavalari apresentaram propostas de celebração de Termo de Compromisso<sup>16</sup>.

60. As propostas foram rejeitadas pelo Comitê de Termo de Compromisso, que entendeu por não ser oportuna e conveniente sua aceitação (fls. 1403 a 1422). O Colegiado desta CVM deliberou, acompanhando o entendimento consignado no parecer do Comitê, a rejeição das referidas propostas, conforme decidido na Reunião do Colegiado de 25/11/2014 (fls.1425/1426).

61. É o relatório.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2016.

Gustavo Borba  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

<sup>2</sup> Art. 3º. A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

Art. 18. Considera-se infração grave, para efeito do disposto do art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/76, o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada, nos termos desta Instrução, ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos artigos. 14, incisos I, II, V, VII e VIII, e 16, incisos VI a VIII desta Instrução.

<sup>3</sup> Art. 16. É vedado ao agente autônomo de investimento:

IV – contratar com investidores a prestação de serviços de:

b) administração de carteira de títulos e valores mobiliários, salvo se o agente autônomo – pessoa natural, autorizado pela CVM também para exercer a atividade de administração de carteira, não estiver contratualmente vinculado, direta ou indiretamente, a entidades do sistema de distribuição de valores.

<sup>4</sup> Art. 4º. As corretoras devem indicar à bolsa de que sejam associadas e à CVM um diretor estatutário, que será o responsável pelo cumprimento dos dispositivos contidos nesta Instrução.

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 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.

<sup>5</sup> (fls. 02 a 15; 16 a 128; 129 a 163; 164 a 187; 188 a 212; 213 a 256; 257 a 304; 305 a 348)

<sup>6</sup> O termo de acusação erroneamente fala em 21 e 22 de agosto de 2008 (fl. 929).

<sup>7</sup> “MARCELO PEREIRA CAVALARI: O termo chegou a R\$11.000,00, o termo chegou a R\$11.000,00, mas aí cara, a gente tava com... essa compra das opções tudo, a gente ficou com... (fl. 365);

[CLIENTE]: Do termo, falando do termo, o termo veio a R\$ 33,00 e alguma coisa, não veio a R\$ 32,50. (fl. 368);

MARCELO PEREIRA CAVALARI: Sim, isso é com certeza cara, agora, por exemplo, cara, eu ia até falar contigo ontem, a Gerdau cara, tava em R\$ 11,00 e alguma coisa, seria bom pra caralho ter metido um termo ne, tal entendeu, porque o papel ali tava em R\$ 11,00 e puta, bateu R\$ 11,15 cara. (fl. 376)”;

<sup>8</sup> Diante dos indícios de irregularidades cometidas por D.B.O., a SMI informou ter instaurado procedimento em separado para apurar tais fatos (fl. 958).

<sup>9</sup> Calculada pela Socopa e comunicada por essa corretora para a sociedade de agentes autônomos através de relatório mensal. O total pago pela Socopa para a HERA, durante o ano de 2008, perfaz o valor de R\$2.546.026,38 (fl. 599).

<sup>10</sup> As operações similares teriam ocorrido entre janeiro de 2008 e março de 2009 e o volume total dessas operações seria de R\$ 81.453.172,26.

<sup>11</sup> §2º A responsabilidade administrativa da instituição intermediária decorrerá de eventual falta em seu dever de supervisão sobre os atos praticados pelo agente autônomo.

<sup>12</sup> Art. 23 da Lei 6.385/76, art. 3º da ICVM 306/99 e art. 16, inciso IV, “b”, da ICVM 434/06.

<sup>13</sup> Conforme planilha da BSM. (fls. 1212 a 1214)

<sup>14</sup> PAS CVM RJ2002/2405, relatoria do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos.

<sup>15</sup> Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.”

<sup>16</sup> fls. 1236 a 1240; 1244/1245; 1247 a 1252; 1253 a 1255; 1257 a 1259; 1260/1261; 1262/1263.

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº SP2012/0374**

**Acusados:** Álvaro Augusto de Freitas Vidigal  
Camilo Holz Pereira Nunes  
Fernando Borges Pinto  
Hera Investment Agentes Autônomos de Investimento Limitada  
Marcelo Pereira Cavalari  
Marcelo Rocha Uva  
Paulo Henrique Beyruthe  
Socopa – Sociedade Corretora Paulista S/A

**Assunto:** Apurar a eventual responsabilidade por infração ao art. 23 da Lei 6.385/76, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99 e art. 16, IV, "b", da Instrução CVM nº 434/06, ao art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/03, c/c o art. 17, §2º, da Instrução CVM nº 434/06 e ao art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/03.

**Relator:** Diretor Gustavo Tavares Borba

### **Voto**

1. A Paulo Henrique Beyruthe (“Paulo Beyruthe”), Marcelo Pereira Cavalari (“Marcelo Cavalari”), Fernando Borges Pinto (“Fernando Borges”), Camilo Holz Pereira Nunes (“Camilo Holz”), Marcelo Rocha Uva (“Marcelo Uva”) e Hera Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda. (“Hera”) são imputadas a prática de administração irregular de carteira de valores mobiliários, enquanto que Socopa – Sociedade Corretora Paulista S/A (“Socopa”) e Álvaro Augusto de Freitas Vidigal (“Álvaro Vidigal”) são acusados de concorrerem com essas infrações.

#### **I. Preliminar de prescrição**

2. Com relação às alegações de alguns acusados de ocorrência de prescrição quinquenal, cumpre observar que o prazo de prescrição, previsto no art. 1º da Lei nº 9.873/99<sup>1</sup>, pode ser interrompido, antes da instauração do PAS, em virtude de ato inequívoco que importe em apuração dos fatos (art. 2º, II<sup>2</sup>).

3. Verifica-se que constam dos autos os ofícios CVM/SOI/GOI-I/Nº 1464/2008, enviado à Hera em 29/10/2008, e CVM/SOI/GOI-I/Nº 233/2009, enviado à Socopa em 27/02/2009, que devem ser considerados como atos inequívocos para fins de interrupção da prescrição, do que se concluiu que, em 02/10/2012, quando foi instaurado o presente PAS, não havia ainda se consumado o prazo prescricional.

#### **II. Administração Irregular de Carteira pelos AAI**

4. O art. 23 da Lei 6.385/76<sup>3</sup> e o art. 3º da ICVM 306/99<sup>4</sup> (vigente à época<sup>5</sup>), condicionam o exercício da administração de carteira de valores mobiliários à prévia autorização da CVM, a qual jamais foi conferida aos acusados Paulo Beyruthe, Marcelo Cavalari, Fernando Pinto, Camilo Holz e Marcelo Uva.

5. O art. 2º da ICVM 306/99 definia administração de carteira de valores mobiliários como a "gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor".

6. Importante destacar que, ao contrário do disposto na ICVM 558/15 – que sucedeu a ICVM 306/99 –, não havia, à época, a distinção hoje existente entre administrador fiduciário e gestor de recursos<sup>6</sup>. Dessa forma, no presente voto, a palavra administração será utilizada em seu sentido mais amplo.

7. Retomando a definição da ICVM 306/99, entendo importante destacar os conceitos de gestão e de caráter profissional.

8. Em linha com os precedentes da CVM<sup>7</sup>, gestão, no contexto do mercado de valores mobiliários, é a discricionariedade concedida a determinada pessoa para tomar decisões de investimento em nome de terceiro.

9. Nesses casos, o gestor prescinde de autorização prévia para realização de operações específicas, em nome do investidor, no mercado em que esteja atuando, e, conseqüentemente, pressupõe-se que possua ingerência na aplicação dos recursos do terceiro para quem presta tal serviço.

10. O caráter profissional, por sua vez, consiste em uma relação contratual que pressupõe contrapartida financeira pelos serviços prestados (remuneração). Além disso, pode-se considerar também o caráter continuado da atividade, conforme entendimento exarado no PAS CVM RJ2006/4778<sup>8</sup>. As informações trazidas aos autos permitem comprovar a atividade de administração da carteira de clientes, em busca de uma remuneração, por parte de alguns dos Acusados.

11. A respeito da remuneração recebida, entendo que o caráter profissional da atividade independe do agente que realiza esse pagamento. É prática de mercado que o AAI seja remunerado com parcela da corretagem que as operações de seus clientes geram para a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários com a qual mantém vínculo. No caso concreto, todos os acusados receberam remuneração da Socopa de forma proporcional à corretagem cobrada dos clientes pelas operações realizadas, sendo essa circunstância incontroversa.

12. Em função desse mecanismo de remuneração, acaba por existir uma tensão inerente à função do AAI, pois ele deve se abster de incentivar que seus clientes realizem operações frequentes nos mercados apenas para que ele, AAI, aumente seus rendimentos.

13. Operações mais complexas podem, eventualmente, servir de mecanismo para viabilizar essa distorção, uma vez que, por demandarem mais do que simples compras ou vendas dos ativos negociados, podem ser utilizadas com a finalidade de aumentar o número de transações sujeitas à cobrança de corretagem, de modo a elevar a remuneração do profissional.

14. Essas operações que demandam um maior número de transações para sua consecução não deixam de ser legítimas, mas, dependendo das circunstâncias dos casos

concretos, a sua realização frequente deve ser considerada como um dos indícios de eventuais irregularidades a serem avaliados pelo julgador.

15. Nos casos de administração (gestão) irregular de carteira por agentes autônomos, o próprio caráter de irregularidade da situação faz com que não existam formalidades contratuais entre o AAI e o investidor para a execução desse tipo de atividade, o que leva as áreas técnicas a se basearem, legitimamente, em conjuntos de indícios que podem levar à comprovação da prática vedada pela CVM.

16. Como amplamente aceito pela jurisprudência da CVM<sup>9</sup>, a prova indiciária, ou seja, a existência de "*indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado*"<sup>10</sup> é válida para o convencimento do julgador.

17. No presente caso, os principais indícios de exercício irregular da atividade de administração de carteira por parte dos AAIs apontado pela SMI consistem na realização simultânea, ou em intervalos muito próximos de tempo, de operações quase idênticas e complexas demais para serem executadas, ou até mesmo compreendidas, pelo investidor médio, assim como nas reclamações apresentadas por vários investidores.

18. Além de compras e vendas no mercado à vista, a SMI apresentou, para vários dos acusados, comprovações da realização de operações de:

- i) financiamento, que consistem na venda de um ativo à vista e na compra desse mesmo ativo no mercado a termo;
- ii) rolagem de opções, ou seja, a aquisição de uma opção de compra próxima do vencimento para encerrar uma posição vendida (lançadora) no mesmo ativo, seguida do lançamento (venda) de opções de compra com data de exercício mais distante, a fim de evitar (ou adiar) o prejuízo decorrente do exercício por parte do comprador da opção de compra lançada inicialmente (com data de exercício próximo);
- iii) "trava de baixa", que consistem na venda de opções de compra com simultânea compra da mesma quantidade de opções de compra e mesma data de vencimento, mas com preço de exercício superior;
- iv) day trade; e
- v) compra ou venda no mercado a termo ou de opções de ações.

19. Como relatado, foram identificadas negociações de ativos com essas características realizadas, ao longo de 2008 e início de 2009<sup>11</sup>, por Paulo Beyruthe (operações i, ii, iv e v), Marcelo Cavalari (operações i e v), Fernando Pinto (operações i, ii e iii) e Marcelo Uva (operações i, ii e v).

20. O outro conjunto de indícios levantados pela Acusação, que se soma às operações semelhantes realizadas pelos AAIs, diz respeito a reclamações e depoimentos de clientes atendidos pelos acusados.

21. À época, constavam 7 (sete) reclamações na CVM contra Paulo Beyruthe por administração irregular de carteira. Além dessas, a Acusação levantou a existência de

mais 8 reclamações contra o acusado, sobre o mesmo tema, as quais teriam sido encerradas por meio da assinatura de acordos extrajudiciais entre as partes.

22. Um desses reclamantes depôs e confirmou a realização de acordo com Paulo Beyruthe para ressarcir-lo de prejuízos incorridos por causa da realização de operações sem sua autorização. A SMI colheu, ainda, depoimento de outro cliente de Paulo afirmando que as decisões de investimento ficavam totalmente a cargo do acusado, que, inclusive, havia lhe prometido uma rentabilidade de 3% ao mês, "*sem risco*".

23. Paulo Beyruthe, em sua defesa, nega as acusações e alega, como preliminar, que não poderia ser acusado por três regras distintas: o art. 23 da Lei 6385/76, o art. 3º da ICVM 306/99 e o art. 16, IV, "b", da ICVM 434/06, e que somente esta última seria aplicável, pois as outras teriam sido revogadas. Argumento semelhante trazem Hera, Marcelo Uva, Fernando Pinto e Marcelo Cavalari.

24. Aqui cabe esclarecer que não há mais de uma acusação pelo mesmo fato. A administração irregular de carteira de valores mobiliários é citada tanto na norma que rege a administração de carteira de valores mobiliários (ICVM 306/99) quanto na norma que rege a atividade de agente autônomo de investimento (ICVM 434/06)<sup>12</sup>. Ou seja, uma mesma infração é prevista em duas instruções.

25. Quanto à penalidade atribuída às infrações, não faria sentido que a ICVM 434/06, que trata especificamente dos agentes autônomos, tivesse previsto uma pena mais branda do que a indicada na ICVM 306/99, que, de forma geral, estipulou, em seu art. 3º, que "[a] *administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM*". Tal incoerência foi, inclusive, corrigida quando da edição da ICVM 497/11<sup>13</sup>, que revogou a primeira.

26. Nesse contexto, não haveria como se sustentar a interpretação, defendida por parte dos acusados, de que a administração irregular de carteiras deixaria de ter natureza grave quando o autor do ilícito fosse AAI. Tratar-se-ia, aliás, de interpretação teratológica, pois a administração irregular de carteira realizada por AAI, participante do sistema de distribuição de valores mobiliários, e, portanto, conhecedor das regras que se aplicam a esse segmento, constitui conduta ainda mais grave do que quando realizada por pessoa não registrada na CVM.

27. Aplica-se, portanto, em casos como o presente, a penalidade prevista na ICVM 306/99<sup>14</sup>, que vale para toda e qualquer pessoa que exerça a administração profissional de carteira de valores mobiliários sem estar habilitada para tal atividade pela CVM.

28. Paulo Beyruthe também alega que responderia a ordens dos sócios majoritários, os quais teriam posição hierárquica superior e ciência de "*tudo o que ocorria*". Além disso, somente esses sócios poderiam fazer ordens a termo.

29. Os clientes estariam informados dos riscos do mercado e seriam previamente informados de todas as operações. Além disso, muitos frequentavam a Hera e estariam de má fé para tentar recuperar o capital perdido com a crise de 2008. Sobre os contratos de ressarcimento, ele os teria assinado por coação moral por parte da Hera.

30. Contra Marcelo Cavalari, pesa uma reclamação, embasada por arquivos de áudio que mostram o acusado se justificando perante o cliente por operações já realizadas que não teriam dado certo. A existência nesses diálogos, de expressões como "*eu fui lá e*

*coloquei*", "eu entrei nessa daí (...) na maior das boas intenções", "eu continuo lançando opções", "a gente fez na maior das boas intenções", comprovam a autonomia do AAI na gestão dos recursos do cliente. Nas gravações também são mencionadas operações com opções realizadas em nome da mãe do reclamante.

31. Segundo Marcelo, a política de *know your client* era aplicada, mas não havia outorga de poderes para o AAI. A realização de negócios semelhantes por várias pessoas em datas próximas ou coincidentes teria ocorrido porque ele teria ofertado aos clientes as mesmas oportunidades. Por fim, as operações realizadas não seriam tão complexas como faria crer a Acusação.

32. Contra Fernando Pinto não foram apresentadas reclamações, mas um dos clientes que aparecia na lista de operações semelhantes realizadas por ele declarou não haver comandado um série de ordens com as quais fora confrontado pela investigação e "que as operações eram comandadas pelo próprio Sr. Fernando, sendo que tomava conhecimento da realização de algumas delas por meio da correspondência".

33. Além disso, o investidor afirmou possuir conhecimento limitado sobre as operações realizadas e desconhecer as estratégias utilizadas por Fernando Pinto (não conheceria os mercados de opções e a termo).

34. Fernando, por sua vez, afirma que a Acusação se baseou no depoimento de uma só testemunha, que fez afirmações vagas e contraditórias. Fernando anexou manifestações de 4 clientes, todas de mesmo teor, informando que ele não exerceria a administração de carteira daqueles clientes.

35. Camilo Holz tinha uma reclamação contra si, a respeito de operações com um ativo específico (CESP6) para um único cliente (Housing). Um dos indícios trazidos pela Acusação é um email enviado por Camilo ao reclamante, no qual, segundo a SMI, o AAI justificaria as perdas ocorridas com o papel e demonstraria a criação da estratégia e a execução das negociações pelo próprio Camilo.

36. Camilo ainda foi citado em 2 depoimentos de investidores, que o mencionaram como contato na Hera. Em um deles (D.B.O.), um amigo que seria o responsável informal pelas operações em bolsa da Housing, dá a entender que investia por meio da Hera, por home broker ou pela mesa de operações, mas que uma pequena parcela de seus recursos seria administrada pela Hera, com algumas operações realizadas e relatadas posteriormente por Camilo, que teria "atuado dentro da autonomia combinada entre ambos".

37. A outra depoente (I.T.S.C.), familiar de D.B.O., informou que este seria responsável pelos investimentos e, somente após intimação da CVM, teria descoberto que D.B.O. não possuía vínculos com a Hera, e que a gestão de suas operações, segundo D.B.O., teria sido feita por Camilo Holz.

38. A Acusação, entretanto, informou que o código de assessor utilizado nas operações com CESP6 realizadas em nome desses clientes seria do AAI Marcelo Uva (código 522), e não de Camilo (código 516), não existindo, portanto, nenhuma outra prova concreta de que Camilo teria realizado tais negociações.

39. Em sua defesa, Camilo argumenta que D.B.O. atuava como procurador da Housing, que esta teria conhecimento das operações por ele realizadas e que somente

teria reclamado após ter prejuízo em determinadas operações. Tal autonomia citada pelo cliente seria referente à colocação de ordens administradas.

40. Além disso, o email enviado ao cliente não seria prova de realização de operações, pois estabelecer estratégia não significaria administrar carteira, mas somente um incentivo para que ele continuasse investindo no mercado de valores mobiliários. O depoimento de I.T.S.C. deixaria claro que D.B.O. seria o administrador da sua carteira, tendo inclusive sido ressarcida dos prejuízos por D.B.O.

41. Marcelo Uva não possuía reclamações contra si, mas na análise das operações realizadas ao longo de 2008, a SMI identificou a realização de operações semelhantes para diversos de seus clientes, como já informado. Além disso, seu nome constava na assinatura do email enviado à Housing e as operações com o ativo CESP6 relatadas pela acusação foram realizadas com o seu código de assessor.

42. Para Marcelo, esse email não seria capaz de provar a ocorrência de administração irregular de carteira, pois não haveria qualquer menção à ocorrência de operação sem autorização do investidor. E a empresa teria, ainda, investido um montante maior do que o exigido para ser considerada investidora qualificada pela CVM.

43. Isto posto, a execução praticamente simultânea de operações com os mesmos ativos e seguindo as mesmas estratégias, relativamente complexas para o investidor médio, consiste em forte indício de que os AAIs teriam autonomia para fazer os investimentos em nome de seus clientes.

44. Além disso, nenhuma das defesas apresentou provas concretas que contrariem a tese de acusação. Poderiam ter sido apresentados emails, conversas de chat ou gravações de ligações realizadas com os clientes que comprovassem a autorização dos clientes para realização das operações, mas nenhuma dessas possibilidades probatórias foi utilizada pelos acusados<sup>15</sup>. Como já exposto, a existência de um único indício não seria suficientemente forte para uma condenação. São necessários outros indícios, que convergentes, possam levar ao convencimento do julgador.

45. Nesse caso concreto, para alguns dos acusados, há três indícios que concorrem para sua condenação: (i) a realização das já citadas "operações semelhantes"; (ii) reclamações e depoimentos de clientes; e (iii) a ausência de qualquer documentação comprobatória da autorização dos clientes para a colocação de ordens em seu nome, embora todos os AAIs tenham afirmado que as ordens eram repassadas por telefone, email ou MSN (fls. 965 a 967).

46. Além desses indícios, são agravantes para o caso os montantes envolvidos e o número de clientes atingidos<sup>16</sup>, o que demonstra não ser a prática de administração irregular de carteira uma ocorrência isolada ou eventual, mas sim uma prática sistemática dos seguintes AAIs:

- i) Paulo Beyruthe teria negociado, nas operações analisadas, um volume total de R\$50,97 milhões (fl. 938) e envolvido, no mínimo, 23 investidores (fl. 935);
- ii) Marcelo Cavalari teria negociado, nas operações analisadas, um volume total de R\$7,24 milhões (fl. 946) e envolvido, no mínimo, 15 investidores (fl. 942);

- iii) Fernando Pinto teria negociado, nas operações analisadas, um volume total de R\$3,09 milhões (fl. 952) e envolvido, no mínimo, 9 investidores (fl. 952); e
- iv) Marcelo Uva teria negociado, nas operações analisadas, um volume total de R\$20,16 milhões (fl. 964) e envolvido, no mínimo, 8 investidores (fl. 965).

47. Além da realização de operações semelhantes para vários clientes, nos montantes acima indicados, pesam contra Paulo Beyruthe e Marcelo Cavallari reclamações e depoimentos de investidores confirmando suas condutas como administradores de suas carteiras de investimento. Contra este último, as gravações apresentadas pelo reclamante comprovam sua autonomia para executar ordens em seu nome. Contra o primeiro, o grande volume de reclamações e acordos extrajudiciais realizados também ajuda a formar minha convicção.

48. Em relação a Fernando Pinto não há reclamações específicas protocoladas na CVM. No entanto, o cliente R.B. afirmou que, por não entender das operações, estas *"eram comandadas pelo próprio Sr. Fernando, sendo que tomava conhecimento da realização de algumas delas por meio da correspondência"*.

49. O conteúdo desse depoimento somando à realização de diversas idênticas operações complexas para variados clientes em reduzidos espaços de tempo (v.g, foram detectadas 10 operações de rolagem de opções para 9 investidores no período de 8 minutos em 09/09/2008, - fls. 950), bem como a ausência de qualquer comprovação quanto à autorização das operações, compõem o conjunto de indícios concorrentes que justificam a condenação de Fernando Pinto.

50. Também não foram formuladas reclamações contra Marcelo Uva, mas o depoimento de I.T.S.C. demonstra que, apesar da ausência de qualquer contato da depoente com Marcelo Uva, foi através do código de assessor deste que foram realizadas diversas negociações em nome de I.T.S.C.

51. Trata-se, portanto, de infração de extrema gravidade, uma vez que Marcelo Uva, mesmo não tendo tido qualquer contato com I.T.S.C., realizou diversas operações em seu nome, violando de forma flagrante o mais básico dever pertinente à atividade de agente autônomo de investimento.

52. Além disso, há diversas operações semelhantes realizadas por Marcelo Uva durante curtíssimos espaços de tempo, como, por exemplo, as realizadas no dia 16/04/2008, quando, conforme demonstrado no termo de acusação, foram efetuadas 24 transações para 8 clientes diferentes no período de 11 minutos (entre 11:19:02 e 11:30:01).

53. A argumentação do acusado de que as operações com opções teriam sido realizadas no mesmo dia por se tratar de dia de vencimento de opções na BM&FBovespa também não procede. O vencimento de opções ocorria na 3ª segunda-feira do mês ou no dia útil seguinte, quando houvesse feriado. As operações de financiamento e rolagem de opções listadas no relatório (parágrafo 39) foram realizadas em 16/04/2008 e 13/08/2008, ambas as datas caíram em uma quarta-feira, que sequer foram precedidas por feriados.

54. Não se pode também deixar de observar, com caráter *obiter dictum*, que Marcelo Uva era detentor de 100% das cotas da Hera no momento da extinção dessa sociedade, em 15/10/2015 (fato novo trazido aos autos, que será analisado no capítulo a seguir), e foi, portanto, responsável por essa extinção, mesmo ciente da existência do presente processo administrativo sancionador envolvendo aquela sociedade. Este tipo de atitude não condiz com os elevados padrões éticos e de boa-fé que devem ser seguidos por um agente autônomo de investimento, como é exigido pela própria ICVM 497/11, vigente à época da extinção da sociedade<sup>17</sup>.

55. Assim, considerando a quantidade de operações semelhantes realizadas por Marcelo Uva, o depoimento de I.T.S.C. (que corrobora a atuação do acusado em nome de cliente com a qual sequer teve contato) e a ausência de qualquer comprovação de autorização em relação às referidas ordens, entendo haver elementos convergentes suficientes para sua condenação, com os agravantes citados nos parágrafos 0.iv, 49 e 50.

56. Quanto a Camilo Holz, entendo não haver indícios suficientes para afirmar que ele tenha exercido administração irregular de carteira. Não há realização de operações semelhantes por ele em nome de seus clientes, e os depoimentos existentes não deixam claro sua participação efetiva na condução das operações dos investidores. O email enviado à Housing, principal prova apresentada pela Acusação, é, a meu ver, vago e inconclusivo.

57. Assim, diante da ausência de operações semelhantes, remanesce apenas um indício de irregularidade (depoimento de D.B.O.), de forma que esse indício isolado não seria suficiente para embasar a condenação.

### **III. Da sociedade Hera Investment Agentes Autônomos de Investimento Limitada**

58. A Hera, sociedade de AAI, também foi acusada pelas mesmas infrações dos agentes autônomos que participavam do seu capital social.

59. A defendente alega que a pessoa jurídica seria somente uma ficção, e que ela própria não praticaria ato algum, pois seu propósito seria apenas proporcionar ao sócio agente autônomo de investimento estrutura para o exercício de sua atividade profissional.

60. Acrescenta que ela não teria emitido, repassado ou acatado ordens, pois não teria "*vontade própria, não [teria] raciocínio, e nem cognição, para, por si só, se dar às práticas ora imputadas a seus sócios*". Conclui, então, com base nos arts. 2º, 3º e 17 da ICVM 434/06<sup>18</sup>, que apenas o AAI pessoa física poderia ser responsabilizado, uma vez que ele seria, como o nome já diz, "autônomo", tornando-se impossível monitorar e fiscalizar toda sua atividade diária.

61. Trata-se de questão polêmica<sup>19</sup> e de difícil análise, o que é agravado pelo conteúdo pouco preciso da ICVM 434/06, vigente à época dos fatos e que foi revogada em 2011 pela ICVM 497, que aprimorou intensamente o regime regulatório aplicável aos agentes autônomos de investimento.

62. A ICVM 434/06, embora de forma um tanto reticente e por vezes contraditória, previa que a autorização para o exercício de atividade de agente autônomo de

investimento “somente ser[ria] concedida à pessoa natural” (art. 3º, g.n), o que estava em sintonia com o art. 2º, que consignava que AAI seria “preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

63. Além disso, o art. 17<sup>20</sup> da ICVM 434/06, ao abordar a responsabilidade pelo exercício da atividade em questão, afirmava categoricamente que o AAI “é responsável (...) pelos atos que infringirem normas legais ou regulamentares”, o que denotaria que apenas o agente autônomo propriamente, enquanto pessoa física que exerce a atividade, poderia ser responsabilizado.

64. O parágrafo único do art. 2º da ICVM 434/06, por sua vez, permitia que os agentes autônomos de investimento constituíssem pessoa jurídica, a qual obrigatoriamente teria como sócios unicamente<sup>21</sup> agentes autônomos de investimento pessoas naturais, que, com exclusividade, exerceriam as atividades próprias de agente autônomo (art. 8º, II<sup>22</sup>).

65. Como se verifica, a ICVM 434 já indicava, nada obstante suas limitações e incongruências<sup>23</sup>, que, mesmo no caso de participação em uma sociedade, a atividade própria de agente autônomo era exercida pelas pessoas naturais que compunham o quadro social, de forma que a sociedade teria natureza meramente instrumental, servindo apenas para fornecer uma estrutura que colaborasse com a atuação dos profissionais (pessoas naturais) autorizados pela CVM.

66. Trata-se, pelas suas características, de sociedade com caráter “uniprofissional”, em que todos os sócios possuem a mesma profissão e utilizam a pessoa jurídica apenas como instrumento que fornece a estrutura física e formal para que cada um dos sócios exerça suas atividades profissionais de forma pessoal e recebam remuneração em virtude de seu trabalho, deduzidas as despesas da pessoa jurídica ou conforme algum outro critério de distribuição previsto no contrato social<sup>24</sup>.

67. Um exemplo emblemático dessa situação seria a sociedade de advogados, em relação à qual a Lei nº 8.906/94 adotou sistema no qual o exercício da atividade profissional de advogado é sempre pessoal, mesmo quando ele estiver vinculado a uma pessoa jurídica (necessariamente uniprofissional).

68. O Regulamento Geral do Estatuto da Advocacia e da OAB, editado com fulcro no arts. 15 e 78 da Lei nº 8.906/94, é explícito ao afirmar que as “atividades profissionais privativas dos advogados são exercidas individualmente, ainda que revertam à sociedade os honorários respectivos” (redação atual conforme Resolução OAB nº 02, de 12/04/2016)<sup>25</sup>.

69. A semelhança do sistema legal das sociedades de advogados com o adotado pelas instruções editadas pela CVM sobre AAI (ICVM n<sup>os</sup>. 434/11 e 497/11), apresenta-se bastante evidente, o que corrobora que a sociedade de agentes autônomos de investimento é apenas uma estrutura para facilitar o exercício pessoal da profissão de AAI. A título de exemplo dessas semelhanças, podemos citar a natureza simples das sociedades, a proibição de sócios que não sejam profissionais habilitados para o exercício da profissão e a impossibilidade de participação em de mais de uma sociedade do gênero.

70. Aliás, a norma mais recente (ICVM 497/11), editada após os fatos analisados no presente caso, deixa todas essas questões muito mais claras, reiterando, de forma bem

técnica e precisa, que o AAI é apenas a pessoa natural (arts. 1º e 3º), bem como que o quadro societário da pessoa jurídica, de natureza simples, deve ser composto exclusivamente por Agentes Autônomos de Investimento, sem exceção.

71. Além disso, ao prever a obrigação de a corretora manter lista atualizada dos AAI a ela vinculados, a ICVM 497/11 determina que tal lista deve conter as pessoas naturais habilitadas pela CVM (art. 16, § 2º), e não a pessoa jurídica, justamente porque esta não exerce a atividade de agente autônomo.

72. O AAI, segundo a regra atual, para exercer sua atividade, deve celebrar contrato com corretora<sup>26</sup> ou ser sócio de pessoa jurídica (sociedade de AAI) que tenha contrato com corretora, de forma que se encontra, atualmente, bastante claro que a pessoa jurídica seria apenas uma "ponte" formal entre a corretora e o AAI sócio.

73. Nesse contexto, que buscou propósitos de racionalização, a corretora, desde que celebre contrato com a sociedade de AAI, passaria a poder operar com todos os sócios (AAI) desta pessoa jurídica, sem a necessidade de um contrato individual para cada profissional (art. 3º e incisos da ICVM 497/11).

74. Apesar de, à época dos fatos, viger a ICVM 434, a análise da nova ICVM 497 ajuda a entender a natureza e o objetivo da sociedade de AAI, uma vez que foi editada para aperfeiçoar e esclarecer o sistema regulatório pertinente.

75. Aliás, interessante ressaltar que o relatório de análise da audiência pública relativa à ICVM 497 contém trecho que aduz expressamente ter a nova regulação optado por "manter" a regra de que o responsável pela atividade é a pessoa natural habilitada como AAI, além da corretora a quem este estiver vinculado, pelo dever de fiscalização. Eis o trecho pertinente do aludido relatório (item 3.2):

"Neste sentido, será mantida a linha originariamente adotada, de permissão de constituição de pessoas jurídicas e de exigência de seu registro, sem que persista, porém, a distinção entre agente autônomo pessoa natural e agente autônomo pessoa jurídica, hoje adotada. As responsabilidades permanecem, assim, nas pessoas naturais prestadoras dos serviços e, como se verá em outros pontos, nos intermediários." (g.n.)

76. Não há, portanto, dúvida de que, mesmo antes da ICVM 497/11, seria o AAI (pessoa natural) responsável pelos atos que realizar no exercício de sua atividade, sem previsão de solidariedade, corresponsabilidade ou dever de fiscalização pela sociedade uniprofissional da qual participe.

77. A corretora, por sua vez, teria a obrigação de fiscalização/supervisão dos agentes autônomos (pessoas naturais) a ela vinculados, conforme previa o art. 17, § 2º, da ICVM 434/06 (regra que, atualmente, encontra-se no art. 17 e seus incisos da ICVM 497/11). A regulação da CVM poderia incluir regra semelhante para as sociedades de agentes autônomos, mas assim não o fez, o que impede que se considere essa sociedade como um "*gatekeeper*" adicional no sistema<sup>27</sup>.

78. Além disso, a acusação não imputou qualquer ato, omissivo ou comissivo, à pessoa jurídica Hera, apenas afirmando que seus sócios agentes autônomos teriam agido de forma irregular e disso decorreria sua responsabilidade, o que não me parece adequado, uma vez que não seria cabível a responsabilização objetiva em sede

disciplinar, em virtude da conduta de outra pessoa e sem que se demonstrasse a coparticipação<sup>28</sup>.

79. Não se deve, contudo, confundir essa situação com aquela em que o ato é da sociedade, mas que o diretor que a “representou” (*rectius*, “presentou”) ou responsável técnico podem ser punidos em virtude da violação dos seus deveres (fiduciários ou de outra natureza), hipóteses em que haveria duas condutas sujeitas a punição (ato em si e violação do dever fiduciário ou técnico). No presente caso, repise-se, os atos **não** são da sociedade, mas sim do AAI pessoa física, inexistindo ainda qualquer obrigação legal ou regulatória de fiscalização por parte da sociedade uniprofissional, e nem mesmo previsão de regras sobre centros de imputação de responsabilidade.

80. Assim, diante das características da sociedade em questão, da regulação aplicável e do sistema pertinente aos agentes autônomos de investimento, não se poderia admitir, especialmente em face da ausência de regra específica, que o ato pessoal do AAI acarretasse a responsabilidade da sociedade instrumental que lhe dá suporte, posto que se configuraria uma espécie de responsabilidade disciplinar objetiva.

81. Como já exposto, as normas da ICVM 434/06 (arts. 2º e 3º), bem como as regras ainda mais claras da nova ICVM 497/11 (arts. 1º e 3º), demonstram que a atividade de agente autônomo é exercida apenas pela pessoa física registrada como tal na CVM, sendo a sociedade de AAI meramente um suporte estrutural e “ponte” com a corretora (art. 3º, II, da ICVM 497/11 – dispensando contratos individuais), razão pela qual não tenho dúvida de que a conduta é pessoal do agente autônomo pessoa física, não podendo a sociedade ser punida de forma objetiva, sem que mesmo lhe seja imputada uma conduta “típica” específica.

82. Registre-se, para que o presente voto não seja interpretado de forma equivocada, que o entendimento exposto não repercute na questão geral da possibilidade de responsabilização administrativa de pessoa jurídica (como alguns advogam), mas apenas que, no caso de agente autônomo de investimento, por opção regulatória, adotou-se um modelo em que a pessoa natural é registrada e fica habilitada a realizar essa atividade, sendo a sociedade apenas um instrumento jurídico que oferece estrutura e outras vantagens formais para que os agentes autônomos individualmente atuem.

83. Saliente-se que a sociedade de AAI, enquanto pessoa jurídica, não está habilitada a mandar ordens para a corretora executar, porquanto essa atividade fica restrita a seus sócios (todos AAI), o que torna evidente que ela não exerce a função de agente autônomo de investimento, e, portanto, até mesmo por ausência de conduta, estaria inviabilizada a sua punição pelo exercício dos atos irregulares em questão.

84. Se o regime regulatório permitisse que a sociedade fosse habilitada como agente autônomo, e exercesse a atividade pertinente por meio de seus funcionários ou diretores, não haveria dúvida quanto à possibilidade de sua punição disciplinar, pois o ato seria seu. Não é essa, contudo, a modelagem regulatória em análise, e nem mesmo seria a realidade de fato existente no mercado.

85. Além disso, nenhuma norma regulatória prevê que a sociedade seria responsável pelos atos dos agentes autônomos, o que configura mais uma razão a impedir que se replique a punição do profissional autônomo na pessoa jurídica uniprofissional da qual ele participa.

86. Ressalve-se que existem hipóteses que envolvem atos próprios da sociedade de AAI, o que, naturalmente, justifica sua punição, como no caso de ela admitir em seu quadro societário alguém que não seja agente autônomo de investimento ou quando preste, enquanto pessoa jurídica, informação falsa ao investidor, hipóteses em que seria cabível e necessária sua punição (como exemplo, podemos citar o PAS CVM nº SP2013/0292, julgado nesta mesma sessão, no qual a Time Agentes Autônomos de Investimentos Ltda. foi condenada por atos próprios).

87. Quanto ao argumento de que a sociedade obteve benefícios financeiros em decorrência das operações irregulares praticadas pelos AAI pessoas físicas, cumpre ressaltar que o que se está aqui analisando é a responsabilidade disciplinar, o que não se confunde com a responsabilidade civil, razão pela qual o recebimento de benefício, por si só, não justifica a punição disciplinar, para a qual seria necessário ato violador de algum dispositivo legal ou regulatório.

88. Desta forma, a sociedade poderá, eventualmente, ser responsabilizada civilmente pelos prejuízos causados aos usuários do serviço, com base em normas de direito civil, mas isso não justifica nem repercute na questão da responsabilidade administrativa<sup>29</sup>.

89. Nesse contexto, não vejo como condenar a sociedade pelos atos pessoais do agente autônomo que dela é sócio, pelas seguintes razões que são aqui sintetizadas: a) conforme regulamento da CVM, a pessoa habilitada a atuar como AAI é apenas a pessoa física registrada como tal; b) os atos irregulares em discussão foram realizados pelos agentes autônomos pessoas físicas; c) a sociedade uniprofissional de AAI possui natureza apenas auxiliar e instrumental, não podendo atuar diretamente como AAI; d) não houve ato ou omissão da sociedade que acarrete infração a alguma norma legal ou regulatória; e e) não há responsabilidade objetiva em sede disciplinar.

90. Do exposto, voto pela ilegitimidade da Hera quanto à acusação de atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários (art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99, e ao art. 16, inciso IV, "b", da ICVM 434/06), uma vez que os atos que suportam a acusação não foram por ela realizados.

91. Ressalve-se, por fim, que a Hera, após a inclusão do processo em pauta para julgamento, apresentou petição pela qual a própria "finada" informou a sua extinção em 15/10/2015 e requereu a correspondente extinção da punibilidade contra sua "pessoa" com fulcro na aplicação analógica do art. 107 do Código Penal. Abstemo-nos de analisar essa intrincada questão, bem como a eventual má-fé do sócio remanescente (Marcelo Uva) que promoveu a extinção irregular (sem equacionamento do "passivo contingente" decorrente da presente PAS), uma vez que a ausência de uma das condições da ação tornou prescindível a análise da nova questão apresentada.

#### **IV. Falta de diligência da Socopa e de seu diretor responsável**

92. Por fim, a Acusação imputa responsabilidade, com fulcro no art. 17, §2º da ICVM 434/06<sup>30</sup>, à Socopa e ao diretor responsável, Álvaro Vidigal, pela falha na supervisão dos agentes autônomos acusados, que praticaram administração irregular de carteira de valores mobiliários.

93. Concordo que é responsabilidade da instituição intermediária manter sistemas de controle que a permitam fiscalizar a atuação de seus agentes autônomos de

investimento. No caso concreto, a maneira de detectar a atuação irregular da Hera de seus agentes seria, principalmente, por meio da constatação da execução de ordens semelhantes (praticamente iguais) para vários clientes em espaço reduzido de tempo, o que, apesar de por si só não ser ilegal, impunha à corretora a adoção de medidas de verificação e fiscalização.

94. Não está claro nos autos quem recebia essas ordens na Socopa, nem se havia previsão, em seus sistemas de controles internos, de alguma rotina que pudesse detectar a existência desse tipo de colocação de ordens por parte dos AAI. A Socopa não detalhou seus supostos procedimentos de controle, limitando-se a mencionar sua existência.

95. A corretora alega que até o advento da ICVM 497/2012 haveria dúvidas sobre os limites de atuação dos AAI e que ela teria adotado os controles disponíveis e exigidos na época, os quais não seriam tão rígidos e aperfeiçoados como os dos dias de hoje. Assim, atividades fora do padrão, que poderiam ser detectadas pelos sistemas atuais, talvez não pudessem ser detectadas pelos sistemas anteriores.

96. O acompanhamento da posição dos clientes por meio do Sistema SINACOR não teria mostrado nenhuma distorção de natureza ou volume nas operações repassadas pelos Agentes Autônomos vinculados à Hera. Além disso, as operações teriam sido regularmente registradas, seriam lícitas e estariam de acordo com a capacidade econômico-financeira dos clientes. A corretora também não teria recebido nenhuma reclamação de clientes no período investigado (ao longo de 2008 e no início de 2009), e a primeira reclamação recebida por execução infiel de ordens por parte dos AAIs vinculados à Hera teria ocorrido após os atos investigados pela Acusação.

97. A corretora ainda lista a quantidade de acessos ao *home broker* realizada por alguns dos investidores citados no processo, argumentando que, ao acessar esse sistema, os clientes estariam informados de suas operações.

98. Considero pertinente o argumento referido no item 0 supra. De fato, caso não estivessem disponível no mercado sistemas automatizados que permitissem identificar a colocação de ordens iguais para clientes diferentes, seria mais difícil identificar a atuação irregular dos AAIs da Hera como administradores de carteira.

99. Entendo a dificuldade de se reconhecer, em meio a centenas ou milhares de operações realizadas durante um dia, a similaridade de ordens colocadas por determinados AAIs. Além disso, como argumentado pela defesa, as ordens estavam sendo corretamente colocadas por AAIs registrados na CVM e se encontravam dentro da capacidade econômico-financeira dos investidores.

100. Entretanto, na continuação da sua defesa, o principal controle que a Socopa afirmou fazer à época era a verificação cadastral para que os endereços dos clientes estivessem corretos e, assim, pudessem receber corretamente os Avisos de Negociação de Ativos – ANA e os extratos de custódia. Sendo assim, não se pode considerar que o sistema de controle da Socopa fosse eficaz para os fins aos quais se destinava. O fato de o investidor receber os ANAs e extratos de custódia não autoriza o AAI a fazer operações em seu nome, uma vez que a autorização para execução dessas ordens tem que ser dada pelo investidor antes de sua colocação. Não se pode ignorar, ainda, que, nos termos do art. 17, §2º da ICVM 434/06, “[a] responsabilidade administrativa da instituição intermediária decorrerá de eventual falta em seu dever de supervisão sobre os atos praticados pelo agente autônomo”.

101. Assim, embora os pontos levantados pela defesa possam ser atenuantes, não se pode ignorar que a Socopa não deixa de ser responsável pela fiscalização eficaz dos atos praticados pelos AAIs a ela vinculados. Se o sistema utilizado à época não permitia detecção automática do tipo de operação realizada pelos agentes autônomos de investimento, outras rotinas ou sistemas de monitoramento possíveis para a época (v.g., auditorias periódicas ou registro por escrito ou gravados das colocações de ordens, mesmo que por amostragem) deveriam ter sido implementados para impedir que estes agentes exercessem, de forma irregular, a administração de carteira de seus clientes. Nenhuma prova nesse sentido foi apresentada.

102. Como bem expôs o diretor-relator Roberto Tadeu, no âmbito do PAS CVM SP2012/0218, a exigência de registro dos agentes autônomos de investimento na CVM, entre outras coisas, visa a *"garantir a prestação de um serviço de qualidade tanto para as instituições que os contratam quanto para os investidores que irão captar"*.

103. Assim, a fim de garantir a higidez do sistema, a CVM impõe às instituições intermediárias o dever de fiscalizar a atuação dos agentes autônomos contratados, para que estes não atuem em desrespeito às disposições normativas.

104. Fica claro, portanto, que a Socopa não teve êxito em realizar a contento a supervisão dos AAIs contratados por meio da Hera, pelo que deve ser responsabilizada por infração ao art. 4º, PU da ICVM 387/03 e ao art. 17, §2º da ICVM 434/06, embora se deva considerar, para fins de dosimetria, as particularidades já mencionadas.

105. Por fim, em virtude da regra prevista no art. 4º, PU da ICVM nº 387/03, o diretor responsável pelo cumprimento daquela Instrução deve empregar, no exercício de sua atividade, *"o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios (...), respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão"*.

106. Trata-se, assim, da responsabilidade relacionada ao que se convencionou denominar de *centro de imputação de responsabilidades*, que, como reiterado pelo Colegiado em diversas oportunidades<sup>31</sup>, decorre da atribuição a um ou mais indivíduos a tarefa de atuar com a missão de *"assegurar a implementação de procedimentos e controles internos necessários para que certas normas sejam cumpridas pelo administrado"*<sup>32</sup>.

107. Além de repetir os argumentos utilizados pela Socopa, Álvaro Vidigal alegou que não tinha, à época, a função de acompanhar e fiscalizar as operações realizadas pela Hera. Contudo, conforme informado pela própria corretora (fl. 810), constata-se que ele era realmente o diretor da Socopa responsável pelo cumprimento da ICVM 387/03, o que torna insubsistente essa linha de defesa.

108. Desta forma, pelas mesmas razões aplicadas à Socopa, e na ausência de demonstração que o diretor responsável instituiu controles e procedimentos adequados e suficientes para evitar o descumprimento sistemático da ICVM 434/06 pelos AAI prestadores de serviços para a Socopa, deve ele ser responsabilizado com fulcro no parágrafo único do art. 4º da ICVM 387/03.

## **V. Conclusão**

109. Do exposto, tendo em vista a gravidade da conduta ilícita e com fulcro no art. 11 da Lei 6.385/76, no art. 18 da ICVM 306/99 e no art. 16, inciso IV, "b", da ICVM 434/06, voto:

- i) pela condenação de **Paulo Henrique Beyruth** à pena de proibição temporária, pelo prazo de 6 (seis) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por infração ao art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99, por atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários, tendo sido levado em conta, na dosimetria da pena, a natureza grave da infração, a quantidade de clientes afetados (23), o número de reclamações apresentadas (7), o volume financeiro negociado (R\$ 50,97 milhões) e o período em que o agente operou (todo o ano de 2008);
- ii) pela condenação de **Marcelo Rocha Uva** à pena de proibição temporária, pelo prazo de 6 (seis) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por infração ao art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99, por atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários, tendo sido levado em conta, na dosimetria da pena, a natureza grave da infração, a quantidade de clientes afetados (8), o volume financeiro negociado (R\$ 20,16 milhões), o período em que o agente operou (ano de 2008), a realização de operações sem sequer ter tido contato com o cliente e o histórico do acusado, que foi condenado no PAS CVM nº SP2012/0480, julgado em 06/10/2015 (ainda não transitado em julgado);
- iii) pela condenação de **Marcelo Pereira Cavalari** à pena de proibição temporária, pelo prazo de 5 (cinco) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por infração ao art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99, por atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários, tendo sido levado em conta, na dosimetria da pena, a natureza grave da infração, a quantidade de clientes afetados (15), a existência de reclamações de investidores, a comprovação do ilícito de forma inequívoca por meio de gravação telefônica e o volume financeiro negociado (R\$ 7,4 milhões);
- iv) pela condenação de **Fernando Borges Pinto** à pena de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por infração ao art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99, por atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários, tendo sido levado em conta, na dosimetria da pena, a natureza grave da infração, a quantidade de clientes afetados (9), o volume financeiro negociado (R\$ 3,09 milhões) e o período em que o agente operou (ano de 2008);
- v) pela extinção do processo em virtude da ilegitimidade passiva da **Hera Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.** quanto à acusação de atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários (art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99);
- vi) pela absolvição de **Camilo Holz Pereira Nunes** da acusação de atuar irregularmente como administrador de carteira de valores mobiliários (art. 23 da Lei 6.385/76 c/c o art. 3º da ICVM 306/99);

- vii) pela condenação de **Socopa – Sociedade Corretora Paulista S.A.** à pena de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao parágrafo único do art. 4º da ICVM 387/03 c/c o art. 17, §2º, da ICVM 434/06, por não agir com a devida diligência na fiscalização de agentes autônomos de investimento a ela vinculados, tendo sido considerados, na dosimetria da pena, as limitações de instrumentos de fiscalização disponíveis à época, o que dificultava a detecção das irregularidades analisadas no presente caso; e
- viii) pela condenação de **Álvaro Augusto de Freitas Vidigal**, na qualidade de diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 387/03, à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) por infração ao parágrafo único do art. 4º da ICVM 387/03, por não agir com a devida diligência na fiscalização de agentes autônomos de investimento vinculados à Socopa, tendo sido considerados, na dosimetria da pena, as limitações de instrumentos de fiscalização disponíveis à época, o que dificultava a detecção das irregularidades analisadas no presente caso.

110. Proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público do Estado de São Paulo, nos termos do MEMO nº 3/2013/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, de 16.01.2013 (fls. 914), para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas competências.

111. Finalmente, proponho, ainda, que, uma vez transitada em julgado, a decisão proferida neste processo seja comunicada à BM&FBOVESPA para a adoção das providências que julgar cabíveis.

112. É o meu voto.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2016.

Gustavo Borba  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Lei nº 9.873/99, art. 1º. Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

<sup>2</sup> Lei nº 9.873/99, art. 2º. Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: (...) II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato (...).

<sup>3</sup> Art. 23 - O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

§1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.

<sup>4</sup> Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

<sup>5</sup> Revogada pela ICVM 558/15, de 26/03/2015.

<sup>6</sup> Art. 1º A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

§ 1º O registro de administrador de carteiras de valores mobiliários pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias:

I – administrador fiduciário;

II – gestor de recursos.

<sup>7</sup> Nesse sentido, vide PAS CVM RJ2006/4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/10/2006; PAS CVM RJ2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 31/03/2009; PAS CVM RJ2009/10246, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, julgado em 09/11/2010; PAS CVM RJ2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 10/07/2012 e PAS CVM RJ2012/9490, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 10/03/2015.

<sup>8</sup> Julgado em 17/10/2006, diretor-relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

<sup>9</sup> PAS CVM nº 22/94, diretor-relator Luiz Antonio Sampaio Campos, julgado em 15/04/2004, PAS CVM nº RJ2013/9904, diretor-relator Roberto Tadeu, julgado em 28/04/2015; PAS CVM nº 23/10, diretor-relator Roberto Tadeu, julgado em 04/11/2014; PAS CVM nº 19/09, diretor-relator Eli Lória, julgado em 07/06/2011, PAS CVM nº 11/09, diretora-relatora Luciana Dias, julgado em 03/04/2012, PAS CVM nº RJ2013/2714, diretora-relatora Luciana Dias, julgado em 07/10/2014.

<sup>10</sup> Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, no PAS CVM nº 22/94, julgado em 15/04/2004.

<sup>11</sup> Paulo Henrique Beyruth, Fernando Borges Pinto e Marcelo Rocha Uva, ao longo do ano de 2008. Marcelo Pereira Cavalari, de janeiro a março de 2009. Hera Investment Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., ao longo dos anos de 2008 e 2009 (fl. 879).

<sup>12</sup> Ambas vigentes à época dos fatos.

<sup>13</sup> Art. 13. **É vedado** ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º (...)

IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, **serviços de administração de carteira de valores mobiliários**, consultoria ou análise de valores mobiliários;

Art. 23. Constitui **infração grave**, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976: (...)

III - a **inobservância** das vedações estabelecidas no **art. 13** desta Instrução. (grifos nossos)

<sup>14</sup> Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM. (...)

Art. 18. Considera-se **infração grave**, para efeito do disposto no art. 11, § 3o, da Lei no 6.385/76, **o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada**, nos termos desta Instrução, ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos arts. 14, incisos I, II ,V, VII e VIII, e 16, incisos VI a VIII desta Instrução (grifos nossos).

<sup>15</sup> Obviamente, cabe à acusação o ônus da prova. Entretanto, diante dos indícios apresentados pela Acusação, caberia aos acusados apresentarem contraprovas substanciais que obstassem uma eventual condenação.

Ademais, tais provas serviriam, além de contraindício, como comprovação da atitude diligente da Socopa em relação à fiscalização dos AAI ora acusados.

<sup>16</sup> Nem todos reclamantes.

<sup>17</sup> Art. 10. O agente autônomo de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

<sup>18</sup> Art. 2º O agente autônomo de investimento é a pessoa natural que obtém registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para exercer, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, a atividade de distribuição e mediação de valores mobiliários.

Parágrafo único. Os agentes autônomos de investimento podem constituir pessoa jurídica para o exercício da atividade referida no caput, observados os requisitos desta Instrução.

<sup>19</sup> Os julgamentos já proferidos pelo colegiado são no sentido da responsabilização da sociedade em decorrência dos atos dos seus sócios agentes autônomos de investimento (PAS SP2012/480) posição da qual divirjo, pelos motivos que serão expostos no presente voto.

<sup>20</sup> Art. 17. O agente autônomo de investimento é responsável, civil e administrativamente, no exercício de suas atividades, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos atos que infringirem normas legais ou regulamentares, sem prejuízo de sua eventual responsabilidade penal.

§1º A instituição intermediária é responsável pelos atos praticados pelo agente autônomo na condição de seu preposto.

§2º A responsabilidade administrativa da instituição intermediária decorrerá de eventual falta em seu dever de supervisão sobre os atos praticados pelo agente autônomo.

<sup>21</sup> O § 1º do art. 8º permitia sócios com pequena participação (2% no capital social e nos lucros) que não fossem AAI, mas eles não poderiam exercer atividades pertinentes à área de atuação própria dos agentes autônomos.

<sup>22</sup> Art. 8º A autorização para o exercício da atividade de agente autônomo de investimento somente será concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que preencha os seguintes requisitos: (...)

II – tenha como sócios unicamente agentes autônomos autorizados pela CVM, e a eles seja atribuído, com exclusividade, o exercício das atividades referidas no art. 2º, sendo todos os sócios responsáveis perante a CVM pelas atividades da sociedade.

<sup>23</sup> Como exemplo dessas incongruências e imperfeições constantes da ICVM 434/06, pode-se citar o conteúdo do *caput* do art. 8º que fala em autorização concedida pela pessoa jurídica, ou mesmo o capítulo que começa no art. 8º, cujo título é “Autorização do Agente Autônomo – Pessoa Jurídica”

<sup>24</sup> No caso da Hera, 60% dos recursos obtidos com o serviço eram distribuídos aos AAI na proporção das corretagens geradas por seus clientes.

<sup>25</sup> Isso não impede que exista responsabilização civil da sociedade pelos danos causados, mas a responsabilidade disciplinar seria apenas do profissional que infringe regra específica.

<sup>26</sup> Ou, para ser mais preciso, com “*instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários*”.

<sup>27</sup> Nada impediria, e até seria, a meu sentir, salutar, que a norma regulatória previsse que a sociedade teria obrigação de fiscalizar e adotar procedimentos para evitar que os AAI que participem de seu capital atuassem de forma irregular. Nesse caso, a sociedade seria responsável por condutas ou omissões próprias, o que justificaria a punição de forma independente e legítima.

<sup>28</sup> Reitere-se que a sociedade de AAI não exerce atividade própria de agente autônomo, mas apenas fornecem estrutura material e formal para que as pessoas físicas exerçam pessoalmente as atividades profissionais para as quais foram habilitados na CVM.

<sup>29</sup> Aliás, a mesma situação ocorre em relação à sociedade de advogados, em relação à qual, apesar da natureza pessoal da atividade, a própria Lei 8906/94 previu, em sua art. 17, a responsabilidade civil concorrente entre os advogados e a sociedade.

<sup>30</sup> §2º A responsabilidade administrativa da instituição intermediária decorrerá de eventual falta em seu dever de supervisão sobre os atos praticados pelo agente autônomo.

<sup>31</sup> Ver, por exemplo, o PAS N°03/2009, julgado em 30/04/2009; o PAS CVM n° RJ2010/9129, julgado em 09/08/2011; o PAS N° 08/2004, julgado em 06/12/2012; e o PAS N° 01/2010, julgado em 16/07/2013.

<sup>32</sup> Voto da Diretora-Relatora Ana Novaes no PAS CVM N°03/2009, julgado em 30/04/2009.

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2012/374 realizada no dia 19 de julho de 2016.**

Senhor Presidente, eu acompanho os fundamentos do voto do Relator; contudo, no que concerne à *Hera Investment*, acompanho a declaração de voto do Diretor Pablo Renteria, e me restrinjo a absolvê-la, diante da sua dissolução, ocorrendo, assim, a extinção de sua punibilidade.

ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2012/374 realizada no dia 19 de julho de 2016.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Diretor-Relator quanto às conclusões alcançadas para todas as acusações formuladas no âmbito deste processo sancionador, com exceção apenas da conclusão relativa à *Hera Investments*.

No que tange a esta acusada, diferentemente do Diretor-Relator, atenho-me a reconhecer a extinção de punibilidade para a companhia, dada a dissolução dessa sociedade em 15 de outubro de 2015.

PABLO W. RENTERIA  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2012/374 realizada no dia 19 de julho de 2016.**

Eu também acompanho o voto do Diretor-Relator em relação a todas as conclusões alcançadas no âmbito deste processo sancionador, com exceção, apenas, daquelas relacionadas à *Hera Investments*.

No que tange a essa companhia, diferentemente do Diretor-Relator, limito-me a reconhecer a extinção de punibilidade para a companhia, dada a sua dissolução.

Dessa forma, proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão decidiu pela absolvição de um dos acusados e pela aplicação das penalidades de proibições temporárias e de multas pecuniárias individuais.

Encerro a Sessão, informando aos acusados punidos que poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que, com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652, a decisão absolutória transitará em julgado na primeira instância, deixando a CVM de interpor recurso de ofício ao já citado Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE