

Assunto: Apreciação de proposta de celebração de termo de compromisso

Interessados: Banco Fator S/A e outros

Diretor Relator: Sérgio Weguelin

RELATÓRIO

1. Trata-se de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada por todos as pessoas acusadas no Processo Administrativo Sancionador CVM 17/2003. O processo teve origem a partir do Inquérito Administrativo n.º 17/03, instaurado em 29/07/03 com a finalidade de "apurar o eventual uso de informação privilegiada por parte de Banco Fator S/A, Fator Empreendimentos e Participações Ltda, FAR – Fator Administração de Recursos S/C Ltda, FAR S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e Fator-Dória e Atherino S/A Corretora de Valores, bem como de carteiras e fundos por eles administrados, em negócios com ações Banespa realizados no período compreendido entre 01/12/98, data da contratação do Banco Fator S/A para a prestação de serviços relativos ao processo de desestatização do Banespa S/A – Banespa, e 16/09/99, data em que este último divulgou fato relevante".

(Relatório da Comissão de Inquérito)

2. Em 28/06/2004, a Comissão de Inquérito (designada pela Portaria CVM/SGE/N.º 95/03) apresentou o seu Relatório, no qual sustenta ter recolhido elementos suficientes que comprovariam a materialidade e a autoria de vários ilícitos, notadamente o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*). O Relatório, bastante extenso e detalhado, pode ser sistematizado da seguinte forma: cronologia dos fatos, considerações gerais da Comissão e conclusões.

3. A cronologia dos principais eventos acontecidos entre dezembro de 1998 e setembro de 1999 é descrita no Relatório da Comissão nos seguintes termos:

- a) em 1.º de dezembro de 1998, o Banco Central do Brasil (gestor do processo de privatização do Banespa S/A) contratou o Banco Fator S.A. para prestar os serviços de consultoria para a avaliação econômico-financeira e preparação para a desestatização do Banespa S.A.;
- b) para a execução dos serviços, foi criado o "Consórcio BC-Banespa", composto pelo Banco Fator e consultores externos por este contratados, bem como pelas empresas N.M. Rotschild & Sons Limited, Villas Rodil Auditores Independentes, Felsberg e Associados – Advogados e Consultores Legais e Zalberg Advogados Associados;
- c) no decorrer dos trabalhos de *due diligence* para fixação do preço mínimo de alienação das ações de emissão do Banespa (entre final de janeiro e início de fevereiro de 1999), o Banco Fator e sua equipe verificaram que o Banespa vinha considerando as provisões para cobrir despesas previdenciárias de funcionários admitidos antes de 1975 como despesa dedutível da base do imposto de renda e da contribuição social;
- d) o assunto foi prontamente informado aos representantes do Bacen, o que mais adiante gerou uma consulta deste, datada de 14 de abril 1999, à Secretaria de Receita Federal (SRF), solicitando esclarecimentos sobre o tratamento fiscal até então adotado pelo Banespa;
- e) logo após a consulta, em 30 de abril de 1999, a SRF iniciou uma fiscalização no Banespa (que culminaria, depois, com a lavratura de auto de infração em detrimento do Banespa, em 15 de setembro de 1999);
- f) em 11 de maio de 1999, a SRF respondeu à consulta do Bacen, não deixando dúvida quanto à ineditabilidade da complementação das aposentadorias dos funcionários contratados até 1975;
- g) em 02 de julho de 1999, o Sr. Eduardo Augusto de Almeida Guimarães, "pessoa oriunda do alto escalão da administração federal", foi nomeado Presidente do Banespa;
- h) em 12 de agosto de 1999, o Sr. Carlos Eduardo de Freitas tomou posse como Diretor para Reestruturação do Sistema Financeiro Estadual do Bacen, com a "missão de costurar um acordo com o Secretário da Receita Federal, Everardo Maciel, acordo esse que vinha sendo tentado pelo Bacen e direção do Banespa desde o final de maio";
- i) em 03 de setembro de 1999, foi divulgado o ITR do Banespa de 30/06/1999, do qual constava nota explicativa (item 3) informando que o tratamento tributário sobre a complementação das aposentadorias estava sendo examinado pela SRF, sem menção entretanto, ao valor da possível exigência fiscal; no mesmo sentido, houve parágrafo de ênfase no parecer do auditor independente referente ao referido ITR;
- j) em 15 de setembro de 1999, às 16:00 horas, foi lavrado auto de infração pela SRF contra o Banespa, no valor de R\$ 2.866.726.512,67, em decorrência das irregularidades verificadas quanto ao tratamento dado à complementação das aposentadorias;
- l) no dia 16 de setembro de 1999, o Banespa publicou fato relevante, comunicando ao mercado que a SFR havia lavrado "auto de infração contra o Banco do Estado de São Paulo – Banespa, por considerar provisão temporariamente ineditável, para efeito da apuração do lucro real e da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, os valores relativos à obrigação de complementação de aposentadoria dos funcionários admitidos até 22/05/1975."

4. O Relatório da Comissão de Inquérito trouxe também diversas informações considerações gerais — e factuais — relacionadas ao processo de privatização do Banespa e à negociação das ações de emissão do banco, dentre as quais podem ser destacadas:

- a) o Banco Fator é uma das empresas controladas pela "holding" denominada Fator Empreendimentos e Participações Ltda, a qual controla também as empresas Fator Projetos e Assessoria Ltda e FAR – Fator Administração de Recursos Ltda;
- b) nos serviços referentes ao processo de desestatização do Banespa, atuou uma equipe do próprio Banco Fator, composta por Venilton Tadini, Ana Lúcia Petraglia, Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, Christiane de Carvalho Bechara e José Francisco de Lima Gonçalves, além de empresas e consultores externos contratados pelo próprio Banco; entretanto, embora o Banco Fator tenha sido formalmente contratado para a privatização do Banespa, os trabalhos foram desenvolvidos pela equipe da Fator Projetos, já que esta última também era controlada pela Fator Empreendimentos;

c) com o intuito de esclarecer qual a participação específica de cada um dos membros da equipe do Banco Fator nos trabalhos de avaliação do Banespa para fins da privatização, bem como para esclarecer a cronologia da realização desses trabalhos, a Comissão de Inquérito ouviu Venilton Tadini (fls. 2878/2912), Carlos Daniel Rizzo da Fonseca (fls. 2915/2917), José Francisco de Lima Gonçalves (fls. 2918/2920), Ana Lúcia Keinert Petraglia (fls. 2913/2914) e Christiane de Carvalho Bichara Lindoso (fls. 2987/2989). Foram enviados, também, questionários para Paolo Enrico Maria Zaghen (fls. 3273/3282) e Carlos Eduardo de Freitas (fls. 3283/3291), diretores do Bacen no período abrangido pelo inquérito, Ênio Pereira Botelho (fls. 2992/2999 e 3041/3044), Eduardo Augusto de Almeida Guimarães (fls. 3000/3008), Amaury Guilherme Bier (fls. 3009/3016), Fábio de Oliveira Barbosa (fls. 3017/3024) Luiz Antônio Wagih Abbud (fls. 3025/3031), membros da administração do Banespa no período analisado, e Gustavo Adolfo Funcia Murgel (fls. 2753/2826 e 2838/2871), então Diretor de Relações com Investidores do Banespa;

d) segundo a Comissão de Inquérito, a questão tributária em que se envolveu o Banespa poderia impactar significativamente, de forma negativa, o preço mínimo das ações representativas do capital do Banespa;

e) os depoimentos colhidos pela Comissão deixaram claro que a equipe do Banco Fator e da Fator Projetos tinha conhecimento, desde o final de janeiro de 1999, da contingência tributária do Banespa; segundo depoimento de Venilton Tadini, diretor da Fator Projetos, era também sabido que eventual auto de infração da Receita Federal poderia atingir, num cálculo conservador, a cifra de R\$ 3,2 bilhões;

f) de acordo com as cópias de reportagens publicadas em jornais à época dos fatos (fls. 2939/2945) e com as análises de investimento feitas pelo Banco Sudameris (fls. 2946/2949) e Credit Suisse (fls. 2950/2957), o mercado tinha conhecimento de que havia uma questão tributária sendo discutida entre o Banespa e a Receita Federal, bem como de que o resultado dessa discussão, sendo desfavorável ao Banespa, geraria um auto de infração que causaria impacto negativo no preço de negociação das ações do Banco. Entretanto, o mercado, conforme matérias publicadas em jornais da época (fls. 2943 e 2945), contava com um auto de infração de, no máximo, R\$ 1,2 bilhão, valor quase três vezes menor que os R\$ 3,2 bilhões calculados pela equipe do Banco Fator/Fator Projetos;

g) apenas as pessoas diretamente envolvidas no processo de privatização do Banespa, nelas incluídas as pessoas que compunham a equipe do Banco Fator/Fator Projetos, tinham conhecimento da real dimensão do problema;

h) conforme declaração do Sr. Carlos Daniel Fonseca (parágrafo 17 do Relatório da Comissão), após a nomeação do Sr. Eduardo Guimarães, "*pessoa oriunda do alto escalão do Governo Federal*", para o cargo de Presidente do Banespa, ocorrida em julho de 1999, e com a posse do Sr. Carlos Eduardo de Freitas em 12/08/99 como Diretor para Reestruturação do Sistema Financeiro Estadual do Bacen, a equipe do Banco Fator/Fator Projetos passou a trabalhar com a hipótese de que seria encontrada uma alternativa para a divergência entre o Banespa e a SRF;

i) segundo a Comissão de Inquérito, foi possível identificar a existência de três momentos claramente demarcados no processo conduzido pela equipe do Banco Fator/Fator Projetos;

j) o primeiro momento, do final de janeiro ou início de fevereiro (quando foi detectada a questão fiscal e calculado o reflexo negativo) até julho de 1999;

l) o segundo momento, de julho até 14/09/99, correspondente ao período em que havia, por parte da equipe do Banco Fator/Fator Projetos, a expectativa de que uma negociação entre a diretoria do Banespa, o Bacen e a SRF pudesse minimizar os efeitos de eventual auto de infração; é de esclarecer que a retomada das compras do papel se deram a partir de agosto de 1999;

m) o terceiro e último momento, iniciado em 14/09/99, um dia antes da lavratura do auto de infração pela SRF, quando já não se tinha mais expectativa de solução negociada para a questão e, conseqüentemente, a lavratura do auto de infração era certa.

5. Na verdade, as considerações da Comissão de Inquérito, notadamente a identificação dos três momentos referidos acima, decorreram essencialmente da análise das negociações, no período de 01/12/98 a 31/12/99, das carteiras de:

- i. seis fundos de investimento administrados pelo conglomerado Fator, sendo cinco deles administrados pela FAR Administração de Recursos e um pelo Banco Fator;
- ii. Carlos Eduardo Rusconi, que atuava por conta conjunta que mantinha, na Fator Corretora, com sua esposa Roseli Machado, gestora de renda variável da FAR Administração de Recursos; e
- iii. Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein, que era gerente de projetos da Fator Projetos e também operava pela Fator Corretora.

6. A partir da análise da movimentação dessas carteiras, a Comissão de Inquérito chegou às seguintes conclusões:

a) os fundos administrados pelo Banco Fator e pela FAR Administração de Recursos, Carlos Eduardo Rusconi (conta conjunta com sua esposa, Sra. Roseli Machado) e Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein (este apenas no segundo e no terceiro momentos), funcionário da Fator Projetos, operaram com Banespa PN durante o ano de 1999 de forma exatamente correlacionada com a seqüência dos acontecimentos ocorridos durante o processo de avaliação do Banespa conduzido pela equipe do Banco Fator/Fator Projetos, o que, segundo a Comissão, não pode ser tido como simples coincidência;

b) no primeiro momento, enquanto o mercado recomendava a compra de ações do Banespa, os fundos de investimento e a conta conjunta Rusconi/Machado estavam vendendo as ações deste Banco que tinham em carteira, vendas estas que se iniciaram quando o Banco Fator/Fator Projetos detectou o problema fiscal existente no Banespa e estimou o reflexo negativo que este problema causaria no preço final que o Banco alcançaria no leilão de privatização, em até R\$ 3,2 bilhões, quase três vezes o valor estimado pelos demais participantes do mercado (R\$ 1,2 bilhão);

c) a partir de agosto de 1999, os fundos de investimento, Carlos Eduardo Rusconi (este operando em conta conjunta com sua esposa) e Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein começaram a comprar novamente ações do Banespa, época que coincide exatamente com o período em que a equipe do Banco Fator/Fator Projetos trabalhava com a expectativa de que uma negociação entre a diretoria do Banespa, o Bacen e a SRF resultaria em considerável redução do reflexo negativo que o problema fiscal provocaria no valor final do Banespa;

d) na véspera e na data da lavratura do auto de infração pela SRF contra o Banespa, os fundos de investimento e as citadas pessoas retomaram as vendas das Banespa PN que possuíam em carteira, e, à exceção do fundo Fator FEF Fundo de Investimento em Ações, zeraram o saldo deste papel em sua carteira de ações, sendo que mesmo este último vendeu quantia significativa (18,5% do saldo então existente);

e) resta demonstrado que o Banco Fator/Fator Projetos e sua equipe de profissionais tiveram acesso às informações de que havia uma

divergência entre o Banespa e a SRF quanto ao tratamento fiscal da complementação das aposentadorias, que esta divergência iria gerar um auto de infração contra o Banespa e que este auto de infração seria lavrado em um montante muito superior ao calculado por analistas de outras instituições financeiras, o que refletiria de modo bastante negativo na determinação do preço final de negociação das ações representativas do capital do Banco;

f) resta também demonstrado o uso desta informação, antes de sua divulgação ao mercado, em benefício dos fundos administrados pelo Banco Fator e FAR Administração de Recursos, bem como em benefício de Carlos Eduardo Rusconi e Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein.

7. Diante de todas essas considerações, a Comissão de Inquérito sugeriu em seu Relatório a seguinte responsabilização administrativa, na qual constam basicamente os ilícitos de uso de informação privilegiada (art. 11, parágrafo único da então vigente Instrução CVM 31/84) e de descumprimento das normas de conduta aplicáveis aos administradores de carteiras de valores mobiliários (art. 10, I, II e IV da Instrução CVM 31/84 e art. 14, I, II e IV da Instrução CVM 306/99):

"a) descumprimento do disposto no Parágrafo Único do artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84, bem como das normas de conduta previstas nos incisos I, II e IV do artigo 10 da Instrução CVM nº 82/88 e incisos I, II e IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99, vigentes durante o período de ocorrência dos fatos:

a.1) o **Banco Fator S/A**, qualificado às fls. 3906/3908, na qualidade de contratado para prestar serviço de consultoria para a avaliação econômico-financeira e preparação para a desestatização do Banespa S.A, em função do relatado nos parágrafos 09 a 36 e concluído nos parágrafos 122 a 129, e na qualidade de administrador e gestor do Fundo Plural Extra de Investimentos, em função do relatado nos parágrafos 37 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório;

a.2) a **FAR – Fator Administração de Recursos Ltda.**, qualificada às fls. 3909/3910, na qualidade de administrador e gestor dos fundos Fator FEF Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre, Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre Plural Jaguar, Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre, Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações e Plural Institucional Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre, em função do relatado nos parágrafos 09 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório; e

a.3) o diretor responsável pela administração e gestão de fundos de investimento no Banco Fator S/A e na FAR Administração de Recursos Ltda., Sr. **Walter Appel**, qualificado às fls. 2921, em função do relatado nos parágrafos 09 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129;

b) descumprimento do disposto no Parágrafo Único do Artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84:

b.1) a **Fator Projetos e Assessoria Ltda.**, e seu diretor, Sr. **Venilton Tadini**, qualificados, respectivamente, às fls. 3917/3920 e 2878, em função do relatado nos parágrafos 09 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório;

b.2) o diretor estatutário do Banco Fator S/A ao qual se subordinava a área responsável pela prestação do serviço de avaliação e consultoria econômico-financeira, Sr. **Francisco Carvalho Pierotti**, qualificado às fls. 3970, em função do relatado nos parágrafos 09 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório;

b.3) os fundos de investimento **Fator FEF Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre**, **Fundo Plural Extra de Investimentos**, **Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre Plural Jaguar**, **Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre**, **Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações** e **Plural Institucional Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre**, qualificados, respectivamente, às fls. 3915, 3916, 3914, 3913, 3912 e 3911, em função do relatado nos parágrafos 09 a 90 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório;

b.4) os Srs. **Carlos Eduardo Rusconi** e **Roseli Machado**, qualificados, respectivamente, 2984 e 2981, em função do relatado nos parágrafos 93 a 105 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório; e

b.5) o Sr. **Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein**, qualificado às fls. 3296, em função do relatado nos parágrafos 106 a 115 e concluído nos parágrafos 122 a 129 do Relatório."

(Defesas)

8. Em 12/01/2005, o Banco Fator S.A., FAR – Fator Administração de Recursos Ltda., Fundo Plural Extra de Investimento Financeiro (atual Fator Fundo Plural de Investimento Financeiro), Fator Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre (incorporador do Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações), Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre Plural Jaguar (atual Fator Plural Jaguar Fundo de Investimento em Ações), Plural Institucional Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre (atual Fator Plural Institucional Fundo de Investimento em Ações), Fator FEF Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre (atual Fator FEF Fundo de Investimento em Ações e incorporador do Plural Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre), Walter Appel e, em separado, Fator Projetos e Assessoria Ltda e Venilton Tadini apresentaram defesa, alegando em síntese que:

(i) a Comissão de Inquérito fez uma acusação baseada em meras suposições e indícios, não existindo provas concretas da prática dos ilícitos;

(ii) a Comissão de Inquérito não desenvolveu investigação com o objetivo de apurar o uso de informação privilegiada em negociações com ações preferenciais do Banespa (BESP4), mas sim com o objetivo de demonstrar que os Defendentes praticaram o referido ilícito;

(iii) não se pode falar em informação privilegiada, visto que as informações já eram de conhecimento público, tendo sido, inclusive, objeto de ampla divulgação pela própria imprensa;

(iv) somente poderia ter ocorrido o uso de informação privilegiada se os próprios fiscais da Receita Federal tivessem transmitido previamente a informação acerca da lavratura do Auto de Infração, informação inexistente nos autos;

(v) a Câmara dos Deputados levantou suspeitas sobre a regularidade dos negócios praticados pelos Fundos Fator através do Ofício SGM/P 1826/03, com base em singela planilha contendo os volumes mensais de BESP4 transacionados, sem especificação dos negócios diários;

(vi) a investigação da Comissão de Inquérito é inepta, já que não foram analisados todos os negócios realizados com BESP4,

mas apenas aqueles de que os Fundos Fator participaram;

(vii) a Comissão de Inquérito fundamentou sua acusação em uma premissa absolutamente equivocada, que decorreu dos próprios depoimentos prestados por Venilton Tadini e Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, os quais, em função de um lapso de memória totalmente escusável, uma vez transcorridos 5 anos após os fatos, mencionaram que o Fator havia tomado conhecimento da referida contingência fiscal entre o final de janeiro e o início de fevereiro de 1999;

(viii) a alegação de que as informações relevantes teriam sido obtidas em razão da falta de segregação entre os diversos departamentos do grupo Fator não se revela correta, porque havia privacidade e sigilo dentre as condições observadas por todos os setores do grupo em questão (*Chinese Wall*);

(ix) no que tange à suposta discrepância entre os valores mencionados pelos funcionários do Fator em seus depoimentos e aqueles referidos nos jornais da época, resta evidente uma interpretação equivocada da Comissão de Inquérito, porquanto o valor mencionado pelos funcionários, de R\$ 3,2 bilhões, referia-se ao montante que o Banespa teria que desembolsar, enquanto o valor mencionado nas reportagens referia-se ao efeito que essa despesa teria no patrimônio líquido do Banespa, ou seja, R\$ 1,2 bilhão (Análise de investimento do Credit Suisse, em 23/07/99, fls. 2950, 2951);

(x) o mercado tinha conhecimento da diferença de enfoques acima mencionada, tanto que o Credit Suisse First Boston mencionou expressamente os dois valores em questão, em análise datada de 23.07.99, ou seja, data anterior àquela em que veio a ser realizada a atuação;

(xi) os Fundos Fator eram compradores de BESP4 desde 1997;

(xii) com relação ao "primeiro momento" designado pela Comissão de Inquérito, os Fundos Fator se desfizeram de suas posições, tendo em vista o vultoso rendimento já obtido, as dúvidas quanto à realização do leilão de privatização do Banespa e outras notícias desfavoráveis ao banco; além disso, a Comissão de Inquérito não atentou para dois aspectos da maior relevância: primeiramente, não considerou a expectativa de que pudesse vir a ocorrer o entendimento favorável ao Banespa, caso tivesse êxito a consulta formalizada pelo próprio Bacen à SRF; e, no segundo, desconsiderou o fato de a consulta ter sido respondida negativamente em 11.05.00, demonstrando, assim, que até essa data inexistiriam razões capazes de ensejar mudanças nas perspectivas existentes;

(xiii) as compras de BESP4 realizadas por alguns dos Fundos Fator entre 03.08 e 09.09.99 ("segundo momento") não podem ser explicadas em razão da posse do Sr. Eduardo Guimarães na presidência do Banespa, como supõe a Comissão de Inquérito;

(xiv) a posse do Sr. Eduardo Guimarães foi anunciada publicamente em 25.06.99, bem antes da primeira operação de compra realizada por um Fundo Fator, que ocorreu em 04.08.99;

(xv) as compras realizadas neste período deveram-se ao fato de que a cotação de BESP4 estava bem abaixo da cotação média pela qual os Fundos Fator haviam vendido o papel durante o primeiro semestre de 1999;

(xvi) as vendas realizadas pelos Fundos Fator ("terceiro momento") se motivaram, principalmente, pela ocorrência, em 15.09.99, de um "topo duplo", sinal indicativo de queda no valor das ações;

(xvii) no dia 15.09.99, todas as vendas foram realizadas antes da lavratura do Auto de Infração pela SRF; e

(xviii) diante do exposto, os Defendentes esperam ser absolvidos integralmente de todas as acusações formuladas pela Comissão de Inquérito.

9. Também em 12/01/2005, Carlos Guilherme Steagall Gertsenchtein apresentou sua defesa, argüindo que:

(i) segundo a Comissão de Inquérito, a sua participação na prática supostamente irregular teia se configurado em dois momentos distintos: o primeiro, entre 20.08.99 (quando da aquisição de 200.000 ações Banespa) e 15.09.99 (quando da alienação da totalidade das ações Banespa), e o segundo, entre 21 e 28.10.99, quando foram realizadas sucessivas compras totalizando 2.400.000 ações, saldo este vendido em sua totalidade entre 3 e 4.11.99;

(ii) não se pode alegar que, mediante a realização de duas únicas operações absolutamente inexpressivas, o Defendente houvesse pretendido "acompanhar as decisões de compra ou de venda adotadas pelos administradores dos fundos";

(iii) o fato de o Defendente trabalhar no mesmo local de outros membros do grupo Fator não pode levar à conclusão de que ele se valeu de qualquer modalidade de vazamento de informações;

(iv) as atividades exercitadas pelo Defendente não envolviam questões relacionadas à implementação de projetos de privatização, atuando em área totalmente distinta;

(v) a alegação de que as informações relevantes teriam sido obtidas em razão da falta de segregação entre os diversos departamentos do grupo Fator não se revela correta, porque havia privacidade e sigilo dentre as condições observadas por todos os setores do grupo em questão (*Chinese Wall*); e

(vi) por todas essas razões, deve o processo ser arquivado ou, caso isso não venha a ocorrer, deve o Defendente ser absolvido.

10. Ainda em 12/01/2005, Francisco Carvalho Pierotti apresentou sua defesa, alegando em síntese que:

(i) a sua posição no processo é peculiar, pois a Comissão de Inquérito não atribuiu nenhuma conduta ao defendente, seja omissiva ou comissiva;

(ii) seu indiciamento decorreu simplesmente, nas palavras do Relatório, "do fato de ter sido diretor estatutário do Banco (Banco Fator S.A) ao qual estava subordinada a área responsável pela prestação de serviço de avaliação e consultoria econômico-financeira" (fls. 4004);

(iii) entretanto, o defendente não negociou direta ou indiretamente coisa alguma, e nem era responsável, no Banco Fator S.A., pela área que cuidava da administração e/ou gestão de carteiras; ou seja, o defendente sequer tinha, ou deveria ter, a

informação que a Comissão de Inquérito entende (erroneamente) como relevante e não divulgada ao público;

(iv) o defendente não tinha qualquer ingerência na administração ou gestão dos fundos nos quais tinha participação;

(v) em resumo, o defendente não era o responsável pelos atos a ele imputados e, ainda que fosse, tais atos não constituíram atos típicos; o defendente está diante de hipótese em que, na esfera penal, sequer se instauraria o processo, pois que seria cabível a rejeição da denúncia de pronto.

(Proposta de termo de compromisso)

11. Em 19/07/2005, todos os acusados, em uma única petição conjunta, apresentaram proposta de celebração de termo de compromisso. Alegaram que têm a firme convicção de que não cometeram nenhum ato ilegal ou irregular, não havendo nos autos sequer indícios de que os negócios pudessem ter sido realizados com base em informação privilegiada. Saliaram que as operações, além de legítimas, foram perfeitamente compatíveis com o seu perfil de atuação no que concerne ao ativo BESP4, que, à época, era integrante do Ibovespa.

12. Os acusados, entretanto, reconheceram que questionamentos sobre a atuação independente de empresas ligadas, como o presente caso, podem ser evitados pelas políticas e procedimentos conhecidos como *Chinese Wall*. Sustentaram ainda que, embora o conglomerado Fator tenha adotado uma série de medidas nesse sentido e embora a Instrução CVM 306/99 (art. 15) exija a completa segregação entre a atividade de administração de carteira e as demais exercidas pela mesma pessoa jurídica, inexistem no arcabouço regulatório brasileiro diretrizes mais detalhadas acerca dos padrões satisfatórios a serem observados pelos participantes do mercado.

13. Segundo os acusados, as entidades auto-reguladoras e as próprias entidades de classe poderiam dar substancial contribuição na elaboração e disseminação desses padrões, sempre sob a supervisão e orientação da CVM. E, nesse sentido, ainda segundo os acusados, o presente processo sancionador ensejaria uma oportunidade singular para que, no âmbito de um termo de compromisso, se desenvolvessem as bases para o aperfeiçoamento das práticas de *Chinese Wall* adotadas pelas instituições no mercado brasileiro.

14. Assim, como forma de viabilizar o compromisso dos acusados em cessar e prevenir a prática de atos que possam vir a ser questionados pela CVM, eles propõem "custear integralmente um trabalho doutrinário de alto nível, envolvendo ampla pesquisa sobre o tema: 'NORMAS DE CONDUTA E REGULAÇÃO: A ATUAÇÃO DOS PRESTADORES DE SERVIÇO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O CONCEITO DE CHINESE WALL', nos termos da proposta anexa, a qual justifica e detalha a pertinência do trabalho.

15. A pesquisa proposta, a ser desenvolvida, salvo motivo de ulterior impossibilidade, por uma equipe coordenada pela Profª Drª Raquel Sztajn, integrante do Corpo Docente do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, deverá abarcar conceitos doutrinários, entendimentos jurisprudenciais e práticas adotadas internacionalmente — notadamente nos Estados Unidos e na Comunidade Européia — por instituições prestadoras de múltiplos serviços, que possibilitem à CVM e ao Mercado conhecer os detalhes da experiência prática e regulatória acerca das políticas de *Chinese Wall* verificada nos principais e mais desenvolvidos mercados de valores mobiliários.

16. A pesquisa teria como foco, portanto, o exame da legislação voltada à prevenção e ao combate do *insider trading*, com ênfase específica nos mecanismos utilizados com esse propósito pelas autoridades reguladoras e auto-reguladoras, assim como pelos próprios participantes do mercado de capitais, no que diz respeito ao fluxo de informações privilegiadas obtidas pelas pessoas jurídicas ou conglomerados com atuação no mercado.

17. Ainda segundo a proposta, seriam analisados, com a concisão devida, os fundamentos da regulação da prática de *insider trading*, a configuração da indústria de prestadores de serviços no mercado de valores mobiliários, a natureza do conflito de interesses inerente ao exercício simultâneo dessas atividades, bem como a evolução legislativa sobre o tratamento da matéria, para então se passar ao exame dos diversos mecanismos destinados a prevenir e coibir o uso indevido de informação relevante privilegiada, ainda não divulgada ao mercado, com ênfase nos procedimentos denominados *Chinese Wall*.

18. Os proponentes destacam ainda que a experiência dos Estados Unidos e do Reino Unido reúnem vasta e relevante experiência no assunto. Nos Estados Unidos, os esforços de difusão do *Chinese Wall* datariam de 1968, quando a SEC e a Merrill Lynch celebraram acordo para pôr fim a procedimento administrativo que a Comissão havia instaurado contra a entidade. No acordo, a Merrill Lynch se comprometeu a estabelecer mecanismos que garantissem independência entre suas divisões. Acrescentaram que as boas políticas de *Chinese Wall* vieram a ser aperfeiçoadas ao longo do tempo, através da atuação de entidade reguladoras, como a SEC, e de entidades auto-reguladoras, como a *New York Stock Exchange* – NYSE e *National Association of Securities Dealers* – NASD. No Reino Unido, a experiência da *Financial Services Authority* – FSA seria igualmente relevante quanto ao incentivo de políticas sólidas de *Chinese Wall* e de implementação das regras do *Conduct of Business* e *Market Conduct Code*.

19. Todos os direitos de uso e publicação da pesquisa seriam cedidos para a CVM, sem quaisquer ônus, de modo que a autarquia possa dispor livremente de seu uso. Ainda de acordo com a proposta apresentada, seria fornecido material impresso e um arquivo de texto no padrão *Word for Windows*, com o conteúdo da referida pesquisa para a CVM. Após a entrega da pesquisa, a equipe coordenada pela Profª. Drª. Raquel Sztajn ficaria à disposição da CVM pelo prazo de até 30 (trinta) horas, em período a ser ajustado de comum acordo, a fim de prestar esclarecimentos e responder a questionamentos formulados pelos membros desta autarquia, relacionados ao escopo do trabalho.

20. Por todas essas razões, os proponentes entendem não apenas conveniente, mas também necessário, que a CVM possa se beneficiar do contato com tais experiências relevantes, de forma sistemática e analítica, reunindo subsídios para o aperfeiçoamento da legislação aplicável e as políticas internas de *Chinese Wall*.

(Parecer da Procuradoria Federal Especializada - CVM)

21. Em 02/03/06, a Procuradoria Federal Especializada – CVM (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/N.º 80/06) se manifestou sobre a legalidade da proposta apresentada, nos termos do art. 7.º da Deliberação CVM 390/01.

22. Sobre os pressupostos necessários à assinatura do termo de compromisso, a PFE entendeu que, "no que tange ao primeiro requisito legal, não há que se falar (...) em cessação da prática da atividade ilícita, tendo em vista que o fato que estaria sendo imputado aos indiciados teria ocorrido em momento passado certo e determinado (01.12.98 a 16.09.99), quando os mesmos teriam feito uso de informações privilegiadas em benefício próprio. Ademais, não há nos presentes autos nenhuma notícia de reiteração da conduta imputada. Quanto à indenização dos prejuízos causados ao mercado ou à CVM, conforme disposto no artigo 11, § 5º, II, da Lei nº 6.385/76, (...) embora não seja possível identificar, individualmente, as pessoas atingidas a fim de reparar o dano causado, a conduta dos investigados proporcionou um dano difuso, atingindo o mercado de capitais como um todo, uma vez que nem todos os seus participantes obtiveram simultaneamente as informações que poderiam desencadear o interesse ou desestimular a compra ou venda das ações do Banespa." Estaria, portanto, "atendido o segundo requisito legal, uma vez que a proposta apresentada seria capaz de apresentar um benefício ao mercado como um todo."

23. Por essas razões, a PFE deu parecer no sentido de não haver óbices legais para aceitação da proposta de celebração de termo de compromisso, destacando entretanto que a conveniência e oportunidade do termo devem ser aferidas pelo Colegiado da CVM.

(Proposta alternativa de termo de compromisso)

24. Em 24/07/2006, todos os acusados apresentaram proposta alternativa para celebração de termo de compromisso. Pela proposta, comprometeram-se a pagar à CVM "uma quantia equivalente a R\$ 258.262,62, de modo a deixar assim ao inteiro critério e conveniência dessa Autarquia a utilização desses recursos, que poderiam assim ser empregados na forma e nas atividades que a CVM vier a decidir." Segundo os proponentes, a quantia ofertada corresponderia ao valor histórico do benefício supostamente auferido com operações consideradas ilegais pela Comissão de Inquérito, corrigido pelo IGP-M acumulado no período pertinente e calculado de acordo com metodologia e planilha expostas na proposta. Segundo a proposta alternativa, "conforme se verifica na referida planilha, a perda que supostamente teria sido evitada pelos Proponentes nas operações realizadas com ações de emissão de Banespa S.A. nos dias 14 e 15.09.99, classificadas como irregulares pela Comissão de Inquérito, totalizaram R\$ 125.923,30 (...), quantia que, corrigida pelo índice em referência, totaliza o valor proposto, de R\$ 258.262,62." Finalmente, esclareceram que "nenhuma parcela do valor acima proposto seria suportada pelos fundos de investimento" envolvidos.

25. Em 31/07/2006, o Banco Fator e outros, em complementação à proposta alternativa para celebração de termo de compromisso, apresentaram documentação que, segundo eles, comprovaria que "os Fundos de Investimento administrados pelo Banco Fator e pela FAR – Fator Administração de Recursos Ltda. sempre realizaram negócios com ações de emissão do Banespa S.A". Em planilha anexa, constam as operações realizadas pelos Fundos com ações Banespa nos anos de 1997 e 1998, antes, portanto, da contratação de serviços relativos ao processo de desestatização. Ainda segundo os proponentes, as mais de 300 operações com Banespa comprovariam que os negócios realizados em 1999 nada tiveram de excepcional, tendo seguido um padrão há muito adotado pelos gestores dos fundos.

É o relatório.

VOTO

(Termo de compromisso)

1. O art. 11, § 5º, da Lei 6.385/76, juntamente com o art. 7º da Deliberação CVM 390/01, permitem ao Colegiado desta entidade reguladora suspender o processo administrativo sancionador em curso, desde que os indiciados se comprometam a: (i) cessar a atividade ou ato tido como ilícito; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, reparando os danos que porventura tenham causado ao mercado ou à CVM.

Lei 6.385/76

Art. 11

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

Deliberação CVM 390/01

Art. 7º - O interessado na celebração de termo de compromisso poderá apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos causados ao mercado ou à CVM.

2. Sendo assim, cabe analisar preliminarmente se a proposta de assinatura de termo de compromisso cumpre os requisitos acima referidos. Refiro-me, aqui, à primeira proposta de termo de compromisso apresentada, isto é, ao trabalho doutrinário sobre o tema "NORMAS DE CONDUTA E REGULAÇÃO: A ATUAÇÃO DOS PRESTADORES DE SERVIÇO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O CONCEITO DE CHINESE WALL". Em seguida, desde que a proposta observe os requisitos, caberá então analisar também a conveniência e a oportunidade da celebração do compromisso.

(Preliminarmente – cumprimento dos requisitos)

3. Acompanhando integralmente o parecer da Procuradoria Federal Especializada (MEMO/PFE-CVM/CJU-1/nº 80/06), entendo que, no caso concreto, os requisitos para a assinatura de termo de compromisso estão devidamente cumpridos.

4. Com efeito, em relação ao primeiro requisito, não há que se falar na continuidade da prática tida como ilícita pela Comissão de Inquérito. Está claro que os atos considerados ilícitos (uso indevido de informação privilegiada e descumprimento aos deveres de administrador de carteira) se limitaram ao período compreendido entre 01/12/98 (data da contratação do Banco Fator S/A para a prestação de serviços relativos ao processo de desestatização do Banespa) e 16/09/99 (data em que o Banespa divulgou fato relevante, informando o mercado sobre a lavratura do auto de infração pela SRF). Ou seja, a suposta atividade ilícita se circunscreveu a um período passado bem definido, não se estendendo a período posterior. Portanto, entendo observado o requisito previsto no art. 11, § 5º, I, da Lei 6.385/76.

5. Quanto ao cumprimento do requisito do art. 11, § 5º, II, da Lei 6.385/76, novamente acompanho o entendimento da Procuradoria Federal Especializada (MEMO/PFE-CVM/CJU-1/nº 80/06). Vejo que, embora não seja possível identificar as pessoas atingidas pela prática considerada ilícita, a conduta dos acusados, segundo a Comissão de Inquérito, teria atingido o mercado de capitais com um todo e, portanto, a própria CVM, enquanto entidade reguladora deste mercado. E, no mesmo sentido, vejo que a proposta de Termo de Compromisso apresentada pelos acusados pode sim trazer um benefício para o mercado em geral, como uma compensação pelas atividades desenvolvidas. Logo, entendo também cumprido o segundo requisito para a celebração do compromisso.

(Conveniência e oportunidade da aceitação da proposta)

6. No mérito, cabe então analisar a oportunidade e a conveniência da celebração do compromisso, levando em conta, também, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto (art. 9º da Deliberação CVM 390/01).

Art. 9º - A proposta de celebração de termo de compromisso, acompanhada do parecer do Comitê de Termo de Compromisso, será submetida à deliberação do Colegiado, que considerará, no seu exame, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os

7. Em outras palavras, é preciso verificar os benefícios que decorreriam da assinatura do compromisso, se são suficientes ou insuficientes para a suspensão do processo administrativo sancionador em curso, cotejando essa análise com o tipo da infração objeto do processo, a história dos acusados e a viabilidade das acusações. É dizer, é preciso fazer um juízo de ponderação, discernindo o que é mais benéfico ao mercado: celebrar o termo de compromisso ou rejeitar a proposta. [\(1\)](#) Tudo isso, considerando que todas as acusações tem por base o uso de informação privilegiada.

8. Observo, de um lado, que é importante que se julguem e que se criem os precedentes sobre *insider trading*, que é talvez o ilícito mais emblemático do mercado de capitais, por subverter o princípio do *disclosure* (fundado na igualdade de informações entre os participantes), abalando assim diretamente a credibilidade do mercado. Por outro lado, é inegável que a proposta de termo de compromisso apresentada pelos acusados poderia trazer importante contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

9. Reitero (Processos CVM RJ 2001/4652 e RJ 2002/2259) que o instituto legal do termo de compromisso não tem outro sentido senão o de dar certa flexibilidade à CVM. Não se trata, evidentemente, de tolerar o ilícito, mas sim de permitir à entidade reguladora identificar o momento em que a resposta regulatória já se apresentou suficiente para o bom desenvolvimento do mercado. Trata-se de alcançar o máximo de eficiência na solução de problemas, aliando, na dosagem necessária para cada hipótese, as vantagens da flexibilidade negocial com o rigor da coercitividade estatal. [\(2\)](#)

10. Esse juízo de oportunidade, esclareço logo, nem sempre é fácil de ser feito, já que muitas vezes não é possível comparar "na mesma moeda" o prosseguimento do processo sancionador com a celebração de termo de compromisso. Muitas vezes é difícil discernir com clareza o que é melhor para a regulação do mercado de capitais.

11. Este parece ser justamente o caso do processo administrativo sancionador em questão. Não se vê à primeira vista o que traria melhor efeito à regulação, o julgamento ou a assinatura do termo de compromisso. É preciso tempo e maturação para se chegar a uma conclusão consistente.

(A proposta de termo de compromisso)

12. A meu ver, a proposta em questão é bastante salutar e interessante. Parece-me que a elaboração de um trabalho doutrinário de alto nível sobre o tema "Normas de Conduta e Regulação: A atuação dos prestadores de serviço no mercado de valores mobiliários e o conceito de Chinese Wall" traria evidente enriquecimento à nossa regulação e, conseqüentemente, ao nosso próprio mercado.

13. A política de *Chinese Wall*, como sabemos, busca segregar as atividades de administração de recursos das demais atividades desenvolvidas por uma mesma instituição ou grupo financeiro. Busca, com isso, evitar situações em que, não fosse a segregação de atividades, a instituição estaria em evidente conflito de interesses.

14. Mas não é só isso. A política de *Chinese Wall* é também importante por estabelecer parâmetros objetivos sobre o nível de segregação das atividades de um conglomerado financeiros, permitindo desse modo, à CVM e às demais autoridades reguladoras e auto-reguladores, aferir a legitimidade de decisões tomadas pelas instâncias decisórias de um grupo financeiro.

15. Ou seja, analisando-se os mecanismos de *Chinese Wall* implementados pelas instituições administradoras e comparando-os a padrões previamente estabelecidos, é possível, com muito mais facilidade, perceber se ilícitos como o do presente caso, de *insider information*, aconteceram ou não. Decerto, a prova concreta e cabal, por parte de uma instituição financeira, de que ela tem instituída e observada uma política de Chinese Wall conta a favor da não verificação do uso de informação privilegiada. Inversamente, a ausência de prova nesse sentido e a verificação de operações conflitantes tomadas por distintos "braços" de um mesmo conglomerado serão sempre motivo de suspeita e de desconfiança, pelo mercado, pelas entidades auto-reguladoras e pela própria CVM.

16. Não é à toa que em outros sistemas, como o dos Estados Unidos (mercado mais desenvolvido do mundo), existe uma significativa preocupação da regulação sobre a política de *Chinese Wall*. Sem entrar no detalhe, posto que inconveniente para os fins deste voto, limito-me a transcrever a lição descritiva de Louis Loss e Joel Seligman sobre o assunto:

"One type of potential tipping has received special prophylaxis. In accepting Merrill Lynch's offer of settlement of its 1968 administrative proceeding, the Commission, with appropriate words of caution and a reminder that prompt public dissemination was the best preventive, took into account the firm's erection of what has come to be known as a "Chinese Wall" between its underwriting division and its retail personnel. (...)

Even so there has been a growing acceptance of the "wall" concept in various circles inside and outside the securities field.

First, there was what is now § 15 (b) (4) (E), adopted in the 1964 Amendments, which subjects to disciplinary action any person who "has failed reasonably to supervise" a person subject to his or her supervision or who has willfully violated the securities acts (...)

Then in 1980 came Rule 14e-3 (b), a tender offer disclosure rule with respect to insider trading, which afforded a Chinese Wall defense, with appropriate cautionary language.

In 1988 the NASD's Regulatory Review Task Force took the supervisory concept a step further by recommending that the NASD require all firms to formulate written Chinese wall procedures (...)

In March 1990 the Commission's staff, pursuant to the 1988 grant of broad rulemaking authority on Chinese walls in § 15 (f) of the 1934 Act and § 104 A of the Advisers Act, undertook the review of broker-dealer policies and procedures that we earlier discussed.

Despite all the problems and limitations, it has been said that most large securities firms in both this country and the United Kingdom have now established Chinese walls. (...) Ultimately, the imperfections of even the best designed wall may be the price that must be paid for the policy decision not to "segregate" securities firms – a policy justified by quite different considerations." [\(3\)](#)

17. No nosso sistema jurídico, entretanto, o assunto é ainda tratado sem os detalhes pertinentes. Com efeito, a Instrução CVM 306/99 determina que, na administração das carteiras por pessoa jurídica, deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela entidade. Além disso, o art. 13, § 1.º, da atual Instrução CVM 358/02 veda a negociação com valores mobiliários por quem quer que tenha conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, sublinhando essa vedação expressamente "àqueles que tenham relação comercial, profissional ou

de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição". Essas disposições, todavia, não me impedem de dizer que não dispomos de padrões objetivamente delineados que nos permitam julgar a confiabilidade dos *Chinese Walls* que vêm sendo implementados no Brasil.

18. Conseqüentemente, entendo que o termo de compromisso proposto pelos acusados enseja uma boa oportunidade de se estabelecerem orientações mais detalhadas a respeito dos padrões que devem ser seguidos e observados pelos participantes do mercado, para que melhor atendam ao escopo da legislação vigente.

19. Principalmente nos dias de hoje, em que esse tipo de situação tende a acontecer mais e mais. Não há dúvida de que, no processo de globalização a que assistimos, os conglomerados financeiros que atuam em várias frentes e diversas áreas são personagens protagonistas, e não simplesmente coadjuvantes. E, nesse sentido, à medida que essa realidade se afirma, potencializam-se as possibilidades de situações de *insider information* e de situações de conflito, que podem resultar em processos na CVM e em julgamentos por este Colegiado.

20. Por tudo isso é que considero que a CVM deveria se debruçar sobre esse assunto com mais desvelo. E me parece que a pesquisa proposta pelos acusados viria ao encontro dessa necessidade. Por várias razões, além evidentemente do tema escolhido. Primeiro, pelo gabarito da equipe proposta, que seria coordenada pela Profª Raquel Sztajn, integrante do corpo docente do departamento de direito comercial da Faculdade de Direito da USP, a quem, no meio jurídico, é conferida notória reputação e notório reconhecimento. Segundo, porque o foco da pesquisa me parece adequado ao escopo da CVM, na medida em que aborda os temas mais relevantes nos mercados também mais relevantes (Estados Unidos, Reino Unido e Comunidade Européia): a legislação voltada à prevenção e ao combate do *insider trading*, com ênfase nos mecanismos utilizados com esse propósito pelas entidades reguladoras, auto-reguladoras, assim como pelos próprios participantes do mercado; a evolução legislativa sobre o tratamento da matéria, com ênfase nos procedimentos adotados a título de *Chinese Wall*; conceitos doutrinários, jurisprudenciais e práticas adotadas internacionalmente.

(Do Relatório da Comissão de Inquérito)

21. Como eu dizia, nem sempre é fácil comparar o que é mais benéfico para o mercado quando se analisa uma proposta de termo de compromisso, já que a sua aceitação e o prosseguimento do processo administrativo sancionador não se medem "na mesma moeda".

22. Não obstante, estou convencido de que a ponderação do Colegiado deve também "pôr na balança" a consistência da acusação que é feita no processo administrativo sancionador. Sim, porque, quanto mais consistente e mais bem fundamentada em provas for a acusação, menor será a inclinação do Colegiado para celebrar termo de compromisso.

23. Faça essa referência porque considero necessário colocar neste voto — com o devido cuidado para não incorrer em prejulgamento — alguns pontos sobre a acusação feita pela Comissão de Inquérito que, de alguma forma, me fazem olhar com bons olhos a aceitação da proposta de celebração de termo de compromisso.

24. Como se viu no relatório deste voto, a Comissão de Inquérito identificou três momentos claramente demarcados em que teria se verificado o uso de informação privilegiada. Sobre esses momentos, a meu ver, existem alguns pontos relevantes e que talvez não tenham sido enfrentados com profundidade pela Comissão.

25. Quanto ao primeiro momento, que diz respeito às vendas de papéis do Banespa feitas entre o início do mês de fevereiro até fins de julho de 1999, vejo, primeiramente, que o período da suposta utilização de informação privilegiada é bastante longo. Vejo também da documentação anexada ao processo que o mercado, bem ou mal, já tinha algum conhecimento da contingência fiscal que recairia sobre o caixa — e conseqüentemente também sobre o patrimônio líquido — do Banespa. Além disso, ainda conforme documentação juntada aos autos, restou demonstrado que o Banco Fator e seus fundos operaram o papel Banespa com habitualidade nos anos de 1997 e 1998 (antes da contratação do Banco Fator pelo Bacen), sendo possível concluir, portanto, que as vendas de papéis no primeiro semestre de 1999 seguiram padrão compatível com seu perfil e histórico.

26. Quanto ao segundo momento, em que os acusados teriam alterado seu comportamento e passado a comprar papéis Banespa, vejo com dificuldade, pelo menos em tese, a afirmação de que a expectativa de que a nomeação — pública e notória — de dois dirigentes públicos (um para a presidência do Banespa e outro para uma diretoria do Bacen) poderia corresponder ao uso de informação privilegiada. Expectativas desse tipo são mais do que legítimas. Nesse sentido, destaco que a nomeação de Eduardo Guimarães (02/07/99) para a presidência do Banespa ocorreu muito antes de os acusados voltarem a comprar papéis do Banespa (agosto de 1999). Ademais, a suposta informação privilegiada de que as nomeações trariam solução para o problema fiscal do Banespa simplesmente não se converteu em realidade (embora a não concretização por si só não afasta o ilícito de *insider*), já que o Banespa restou por ser multado em R\$ 3,2 bilhões pela SRF.

27. Finalmente, quanto ao terceiro momento, concernente à venda dos papéis um pouco antes da lavratura do auto de infração, observo que da abertura do pregão, às 10 horas, até a primeira venda realizada por um Fundo Fator, às 10:54, o papel já havia caído mais de 2,5%, o que poderia justificar, pelo menos em parte, a venda das ações. Além disso, não se colheram elementos que indicassem que a SRF lhes teria transmitido, antes da lavratura do auto (16 horas), informação sobre a aplicação da multa. Finalmente ressalto que o pregão do dia 15/09/99 apresentou o quinto pior volume do mês de setembro.

(Conclusão)

28. Por todos esses motivos, entendo que o melhor caminho para a CVM é aceitar a proposta de celebração de termo de compromisso apresentada. Sem dúvida, a pesquisa será importante para a prevenção e o combate do *insider trading*, na medida em que ajudará a CVM a tornar mais claros os procedimentos de *Chinese Wall* considerados adequados e satisfatórios pela autarquia. Nesse sentido, a proposta aperfeiçoará a nossa regulação, evitará situações de dúvida e tornará mais eficaz a fiscalização da CVM.

29. Tudo isso, somado às fragilidades do Relatório da Comissão de Inquérito, deixa-me confortável para asseverar que a aceitação da proposta convém à boa e à eficiente regulação do mercado de capitais. Creio que, após a assinatura do termo, a atuação da CVM terá alcançado integralmente os seus objetivos, seja por fazer cessar a atividade considerada ilícita, seja por ensejar a oportunidade de aperfeiçoar a nossa regulação sem custos para a CVM.

30. Por todo o exposto, voto no sentido de que a proposta de Termo de Compromisso apresentada pelos acusados seja aprovada pelo Colegiado.

Rio de Janeiro, 1.º de agosto de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

⁽¹⁾ Marcos Juruena Villela Souto explica que a atividade regulatória envolve sempre "uma ponderação entre custos e benefícios de regulação; tal função envolve poderes quase-legislativos, quase-executivos e quase-judiciais; nesta última etapa, a ponderação deve considerar se da imposição de uma penalidade resultará a maximização do interesse coletivo representado pela atividade regulatória; do contrário, tal análise deve recomendar o acordo

substitutivo, se dele resultar maior proveito geral." (Vilela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2.^a ed. Lumen Juris, Rio de Janeiro, 2005, p. 125)

[\(2\)](#) Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, Renovar, Rio de Janeiro, 2003, 107.

[\(3\)](#) Loss, Louis/ Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th ed., pages 1008 to 1012.