

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

REF.: PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 22/2006

RELATÓRIO:

1. Trata-se de inquérito administrativo instaurado com a finalidade de apurar o *"eventual uso de informações privilegiadas relacionadas à divulgação, pela EMBRAER – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., dos fatos relevantes de 13.01.06, 16.01.06 e 19.01.06, que versavam sobre a adoção de uma nova formatação para a sua estrutura de capital, passando pela sua incorporação a uma outra companhia, culminando com a admissão das ações ordinárias desta à negociação no 'Novo Mercado' da Bolsa de Valores de São Paulo"* (Relatório da Comissão de Inquérito às fls. 1368/1404).

2. O inquérito teve origem nos acompanhamentos efetuados pela Gerência de Acompanhamento de Mercado – 2 (GMA-2) dos pregões da Bovespa (mercados à vista, a termo e de opções) durante o mês de dezembro de 2005 e na primeira quinzena de janeiro de 2006, ocasião em que foi constatado, no mercado à vista, em relação aos papéis de emissão da Embraer, em especial as ações ON (EMBR3), elevação das quantidades negociadas em relação às respectivas médias históricas de 60 pregões na Bovespa. (parágrafo 2º do Relatório da Comissão)

3. A GMA-2 destacara ainda que, em 13.01.06 o jornal Valor Econômico *on line* publicou uma matéria com o título *"Embraer prepara-se para ter o controle acionário pulverizado"*, na qual se informava a intenção da companhia de acabar com a figura do acionista controlador, que na ocasião era compartilhado pelos fundos de pensão Previ (Banco do Brasil), Sistel (telefonia) e a Companhia Bozano. Comentou-se, também, que o projeto permitiria à Embraer aderir ao "Novo Mercado" da Bovespa. A referida matéria assinala que a elaboração deste projeto ocorreu em sigilo durante meses, porém as movimentações atípicas com ações da empresa em dezembro poderiam indicar ter havido vazamento de informações. (parágrafo 3º do Relatório da Comissão)

4. **Em decorrência da veiculação da notícia supra, na mesma data (13.01.06) a Embraer divulgou Fato Relevante por meio do sistema IPE da CVM** (informações periódicas e eventuais), dispondo que *"há tempos decidiu realizar estudos relativos à eventual adoção de uma nova formatação para sua estrutura de capital (...). Entretanto, uma vez que o processo de análise e avaliação de tais estudos ainda não está concluído, inclusive quanto à sua viabilidade, a Embraer não dispõe de elementos de informação que lhe permita assegurar se um novo projeto de modificação de sua estrutura de capital será proposto à deliberação dos Acionistas da Embraer"*. Naquele primeiro momento a Embraer não havia apresentado de forma conclusiva como seria a nova formatação para sua estrutura de capital. Mesmo assim, ao término do pregão da Bovespa de 13.01.06, suas ações EMBR3 (ON) e EMBR4 (PN) haviam apresentado uma valorização de 6,22% e 2,64%, respectivamente. Tal Fato Relevante foi publicado em 16.01.06 no jornal habitualmente utilizado pela companhia, a Gazeta Mercantil. (parágrafo 5º do Relatório da Comissão)

5. **Antes da abertura do pregão seguinte, 16.01.06, um novo Fato Relevante foi publicado pela Embraer**, informando que seu Conselho de Administração se reuniria em 19.01.06, para apreciar os termos da Proposta da Diretoria que objetivava a modificação de sua estrutura de capital e que possibilitaria sua listagem no segmento do Novo Mercado da Bovespa. **O teor dessa publicação foi complementado, com mais detalhes, por um terceiro Fato Relevante, datado de 19.01.06.** (parágrafo 6º do Relatório da Comissão)

6. A referida proposta envolvia, em suma, a incorporação da companhia pela empresa Rio Han Empreendimentos e Participações S.A. (Nova Embraer), sociedade criada pelos então controladores em 18.01.05, especificamente para a reestruturação em questão, cujo aporte de capital foi com as ações de emissão da Embraer, vinculadas ao acordo de acionistas. Subseqüentemente, a antiga Embraer seria extinta, e cada uma de suas ações (preferenciais ou ordinárias) seria trocada por uma ação ordinária da Rio Han, inclusive aquelas emitidas no âmbito do programa de ADRs no exterior. Os ex-controladores receberiam 1,1153 ação da nova companhia por cada papel vinculado ao acordo de acionistas, a título de prêmio pela perda do controle da companhia. Em seguida, a Rio Han solicitaria à CVM o registro de companhia aberta, e à Bovespa e à NYSE a admissão de seus papéis à negociação nos seus ambientes bursáteis, além da sua inclusão no segmento de negociação do "Novo Mercado" da bolsa brasileira. Finalmente, mudaria sua denominação social para Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (parágrafos 7º ao 9º do Relatório da Comissão)

7. Nos três citados Fatos Relevantes, a Diretoria manifestou o entendimento de que **a proposta, se implementada, propiciaria um aumento da liquidez a todos os acionistas da Embraer, que se beneficiariam com o maior potencial de valorização de suas ações e aprimoramento dos atuais padrões de governança corporativa, proporcionado pela extensão do direito de voto a todos os acionistas.** (parágrafo 10 do Relatório da Comissão)

8. Com relação ao comportamento do papel EMBR3 (ordinárias), destacou-se o pregão de 16.01.06 (data do segundo fato relevante) e o período entre o mês de dezembro de 2005 e a primeira quinzena de janeiro de 2006, intervalo este que apresentou aumentos notáveis de sua cotação e de quantidade negociada, especificamente a partir de 08.12.05, conforme o gráfico a seguir: (parágrafo 11 do Relatório da Comissão)

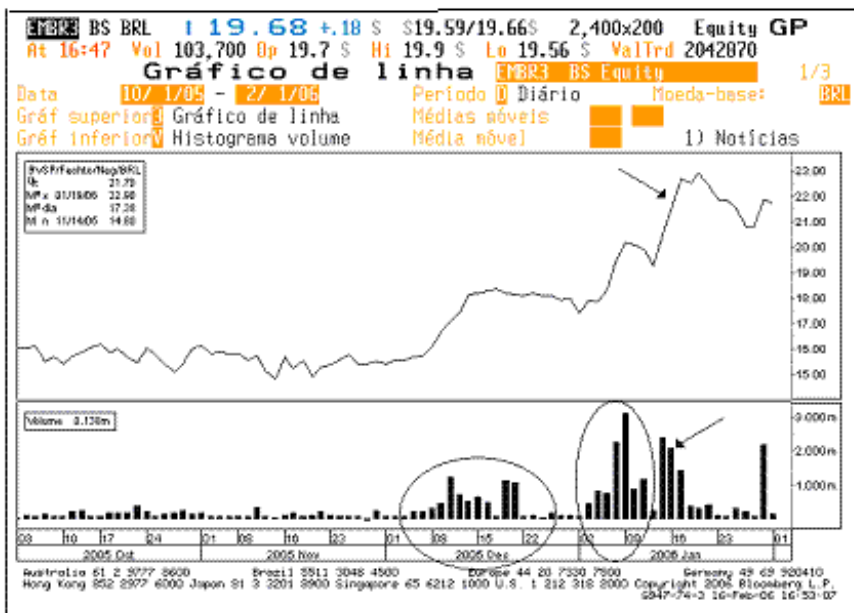


Gráfico I – Comportamento do papel EMBR3 entre 01.10.05 e 01.02.06

Fonte: Bloomberg®

9. Quanto ao desempenho do ativo EMBR4 (preferenciais) no mesmo período citado, detectou-se que esse papel passou a sofrer uma pequena desvalorização no último decêndio de janeiro e que voltou a valorizar no último dia deste mês, conforme demonstra o gráfico abaixo: (parágrafo 12 do Relatório da Comissão)



Gráfico II – Comportamento do papel EMBR4 entre 01.10.05 e 01.02.06

Fonte: Bloomberg®

10. Diante disso, a Embraer foi instada a apresentar informações acerca da evolução dos estudos que resultaram na decisão da reestruturação supramencionada, até o momento anterior à sua divulgação ao público, bem como quais foram as instituições contratadas para atuar como consultores durante esse processo, os nomes dos profissionais dessas instituições que obtiveram acesso às informações relacionadas ao caso e as respectivas datas, e a lista dos profissionais relacionados à administração da companhia, controladores ou empresas ligadas que tiveram acesso às informações relativas ao evento em pauta, anteriormente à sua divulgação pública. (parágrafos 15 a 17 do Relatório da Comissão)

11. Tal solicitação foi atendida pela Companhia por meio de seu Diretor de Relações com Investidores - DRI, **Antonio Luiz Pizarro Manso**, o qual informou, dentre outros, que em 13.01.06 (data da divulgação do primeiro fato relevante) realizou uma reunião entre seus acionistas controladores, representantes de sua Diretoria e o secretário do Tesouro Nacional para a obtenção da aprovação do Projeto NM (Novo Mercado) por parte da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional. Nesse mesmo dia, foi aprovada pelos acionistas controladores a proposta da Diretoria da Embraer da relação de troca diferenciada para as ações vinculadas ao acordo de acionistas, viabilizando a convocação da reunião do Conselho de Administração e Fiscal para o dia 19.01.06, data em que foi celebrado o Protocolo de Incorporação e Justificação pelas administrações da Embraer e da Rio Han. Expôs, ainda, que até 19.01.06 o Projeto NM não havia sido matéria de deliberação ou de aprovação pelo Conselho de Administração da Embraer, tendo suas discussões ficado restritas aos Acionistas Controladores da Companhia. (parágrafos 18 e 19 do Relatório da Comissão)

12. A GMA-2, ao analisar o comportamento do papel Embraer e de seus derivativos, nos mercados à vista, a termo e no de opções da Bovespa (não se cogitou de se verificar a ocorrência de eventuais operações no mercado não organizado, por não ser este o principal mercado de negociação do papel), elegeu o mercado à vista como o cerne da investigação, salientando que o perfil de um *insider trader* no corrente caso seria o de operar na ponta

compradora com papéis ON, na ponta vendedora com papéis PN (com relação a esta estratégia, verificou-se mais tarde, já no âmbito deste inquérito, não ser este um movimento que beneficiaria um eventual *insider trader*, mesmo porque as ações preferenciais seriam permutadas ao par com as ordinárias), ou realizar ambos os movimentos (venda de PN e compra de ON) simultaneamente, antes da data de 13.01.06. (parágrafos 20 e 21 do Relatório da Comissão)

13. No âmbito da análise, comentou-se a presença maciça de grandes instituições que atuam freqüentemente no mercado de valores mobiliários, tendo chamado a atenção, nas compras líquidas de ON, a posição de supremacia do Credit Suisse First Boston International ("**CSFB International**"), instituição ligada ao grupo Credit Suisse First Boston, cujo Banco de Investimento, o CSFB, foi contratado em dezembro de 2005 — segundo o DRI da Embraer, esta instituição financeira tomou conhecimento do projeto em 06.12.05 — pela Sistel, um dos controladores da Embraer, para emitir uma segunda opinião acerca do Projeto NM. (parágrafo 22 do Relatório da Comissão)

14. No período abrangido pela análise (01.10.05 a 17.01.06), o CSFB International passou a adquirir ações ordinárias de emissão da Embraer somente a partir de 12.12.05, sendo que a maior parte de suas aquisições de ações ON se deu em 20 e 21.12.05 (995.200 ações) e 03 e 11.01.06 (3.173.600 ações), período no qual concentrou cerca de 21% e 66%, respectivamente, do total de suas compras de 4.792.400 ações. Naquele período, o CSFB International alienou partes destas ações, processo iniciado em 02.01.06, sendo que num único dia, 13.01.06, vendeu 472.900 ações ON, que representa 90% do total das vendas de 525.200 ações da espécie. Nesta última data, os rumores da reestruturação da Embraer já tomavam conta do mercado, e a valorização das ON já era considerável. Verificou-se, ainda, que no mesmo período, mais precisamente entre 12.12.05 a 17.01.06, que o CSFB International negociou também ações PN da Embraer, quando comprou e alienou, respectivamente, 1.396.600 e 1.313.300 ações. (parágrafo 23 do Relatório da Comissão)

15. Quanto aos negócios realizados pelos demais comitentes, supostamente detentores de informação privilegiada, a GMA-2 não detectou, com base nos dados disponíveis, relação entre estes e a Embraer, seus administradores ou funcionários. Além disso, a Comissão de Inquérito, mais à frente, descartou a possibilidade de a simples venda de preferenciais ser uma estratégia de um eventual portador de informação privilegiada. (parágrafo 25 do Relatório da Comissão)

16. Já no âmbito do Inquérito Administrativo, e com objetivo de obter maiores esclarecimentos sobre a atuação de cada investidor apontado pela GMA-2 como provável beneficiário de informação privilegiada em negócios com ações da Embraer, no período de 01.10.05 a 12.01.06, foram enviados ofícios/intimação a determinadas instituições e comitentes, sendo que, para as pessoas ligadas à companhia, as questões variavam conforme o seu conhecimento ou não do projeto NM, lembrando que esta indicação foi feita pelo DRI da companhia. Apesar de o Relatório de Análise da GMA-2 ter sugerido investigar os comitentes ligados ao grupo Credit Suisse First Boston, optou-se em centrar a investigação no investidor não residente CSFB International, por se constituir ele no principal comprador de ações Embraer ON. As operações realizadas pelas outras instituições do Grupo Credit Suisse não se enquadraram no perfil daquele que seria o comportamento de um *insider trader*, onde a aquisição de ações ordinárias, no entendimento da Comissão de Inquérito, revela-se especialmente importante. (parágrafo 37 do Relatório da Comissão)

17. Instado a se manifestar, o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A, na qualidade de representante do investidor não residente CSFB International, informou que a carteira deste era gerida por Credit Suisse First Boston DTVM S.A. (atual Credit Suisse 'Brasil' DTVM S/A), e que as decisões de investimento, nos meses de dezembro de 2005 a janeiro de 2006, foram tomadas pelo Diretor da Distribuidora, Sr. Mauro Bergstein. (parágrafo 40 do Relatório da Comissão)

18. Segundo o Diretor da Distribuidora responsável pelas decisões de investimento, as aquisições de ações ON de emissão da Embraer foram embasadas, essencialmente, na conjunção de dois fatores, a saber: (i) nos relatórios de "research", redigidos em inglês, datados de 29.11.05 e 02.12.05, de autoria da Merrill Lynch, e num outro, de 05.12.05, de autoria da UBS Investment Research, que recomendaram a compra das ações, em virtude de previsão do aumento gradativo nas entregas de jatos comerciais leves, nos próximos anos e cita ainda (nos dois últimos relatórios), que a companhia de aviação européia Finnair havia exercido quatro de suas opções de compra do EMB170 e havia colocado encomenda firme de quatro E-190, e (ii) no aumento do volume de transações destas ações, na semana de 12 a 19.12.05, propiciando maior liquidez das mesmas. (parágrafo 50 do Relatório da Comissão)

19. Igualmente instado a se manifestar, o Diretor Vice-Presidente Executivo Corporativo e de Relações com Investidores - DRI da Embraer, **Antonio Luiz Pizarro Manso**, comentou que, com relação ao comportamento atípico dos papéis ON e PN de emissão da Embraer, entre dezembro de 2005 e o primeiro decêndio de janeiro de 2006, no tocante a preços praticados, quantidades e liquidez, a administração da companhia entendeu que não havia informações disponíveis que garantissem que o citado comportamento era reflexo dos estudos em andamento que versavam sobre a nova formatação para a sua estrutura de capital. Conforme faculta o artigo 6º da Instrução CVM 358/02, a companhia, por intermédio dele, na qualidade de DRI, julgou adequado não publicar fatos relevantes referentes ao projeto de sua reorganização, pelos seguintes fatores: (parágrafo 52 do Relatório da Comissão)

- i. foi estabelecido um rigoroso plano para assegurar o sigilo das informações, que levava à premissa natural de que não haveria vazamentos;
- ii. havia, no período, diversos fatores que poderiam influenciar os preços e volumes de negociação de ações da companhia;
- iii. até a obtenção de aprovações preliminares, a reorganização era apenas e tão-somente um ambicioso plano da Administração, sujeito a fatores exógenos, absolutamente fora do controle da Embraer;
- iv. o processo de reorganização não estava, à época, completamente estruturado, sendo que a confirmação da viabilidade jurídica e econômico-financeira ainda dependia de diversas análises por parte de consultores externos da companhia; e
- v. a divulgação da operação naquele momento poderia prejudicar seu processo de aprovação por órgãos públicos, o que iria de encontro ao melhor interesse da companhia.

20. Antonio Luiz Pizarro Manso ressaltou ainda que, em 13.01.06, quando ocorreu a publicação da matéria no jornal Valor Econômico *on line*, que precipitou a inserção (mais tarde, no mesmo dia 13.01.06) do primeiro Fato Relevante no sistema IPE da CVM, a companhia ainda não havia obtido as autorizações prévias necessárias, incluindo a aprovação da União, detentora da ação de classe especial e detentora de veto quanto à operação. Assim, de forma a acelerar o processo e minimizar o seu impacto, reuniões entre representantes dos acionistas controladores e da Secretaria do Tesouro foram antecipadas para aquela data, quando foi concedida autorização prévia para que a operação fosse submetida à apreciação do Conselho de Administração da companhia. Tal autorização teria permitido a publicação, no dia 16 de janeiro, de um segundo Fato Relevante, com maior detalhamento sobre a operação. (parágrafo 53 do Relatório da Comissão)

21. Por derradeiro, informou o DRI que, no final de 2005 ocorreram diversos eventos, todos divulgados ao mercado por intermédio do *website* da companhia e, por meio do sistema IPE, à CVM, com potencial impacto sobre a cotação das ações, a saber: (i) em 11.11.05, divulgação dos resultados do 3º trimestre; (ii) em 17 e 18.11.05, foi realizado o "*Embraer Day*", tradicional evento organizado pela companhia, com divulgação de projeções de entrega de aeronaves para os anos de 2006 e 2007; (iii) em 02 e 08.12.05, celebração de contratos com a companhia de aviação européia Finnair e com a República da Colômbia para fornecimento de aeronaves; e (iv) em 19.12.05, a obtenção de grau de investimento (*investment grade*) concedida pela agência de classificação de risco Moody's. (parágrafo 54 do Relatório da Comissão)

22. Quanto aos diretores e funcionários da Embraer (conhecedores e não conhecedores do projeto NM), informaram os mesmos, em linhas gerais, que as ações preferenciais por eles alienadas foram adquiridas no âmbito do Plano de Outorga de Opções da Embraer, que tais opções constituem parte substancial de sua remuneração variável e, portanto, importante fonte de renda familiar, e que não agiram especulativamente ao alienarem suas ações, tendo atuado em estrita observância à "Política de Negociação com Valores Mobiliários" da companhia. (parágrafos 55 a 59 do Relatório da Comissão)

23. Ainda no âmbito desse grupo de investigados, a Comissão de Inquérito ressaltou a atuação de dois comitentes, ao final acusados de uso de informação privilegiada⁽¹⁾, a exemplo do investidor não residente Credit Suisse First Boston International (atualmente denominado Credit Suisse International). Particularmente à atuação deste último, a Comissão de Inquérito concluiu que:

" 66. No que concerne ao Credit Suisse First Boston International, investidor não residente, domiciliado em Londres, 'passageiro' da conta coletiva cujo titular é Credit Suisse Securities (USA) LLC, representado no país, conforme Resolução do CMN nº 2689/00, pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. (na época Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston S.A.), é quase que axiomática a situação, tendo em vista que, em 10.12.05, este Banco de investimentos foi contratado pela Sistel para emitir uma segunda opinião sobre o projeto de reestruturação da Embraer, lembrando que o Banco, no período analisado pela CVM, iniciou suas compras de ações ordinárias em 12.12.05, e daí, até 12.01.06 (véspera da divulgação do primeiro fato relevante), havia adquirido 4.372.000 ações desta espécie. (grifamos)

67. Dentro desse contexto, não há como dar crédito à afirmativa de Mauro Bergstein, diretor responsável da Credit Suisse (Brasil) DTVM S.A. (à época Credit Suisse First Boston DTVM S.A.), então gestora da carteira do referido investidor não residente, de que as aquisições em tela haviam se baseado em três relatórios de análise produzidos pela Merrill Lynch (2) e UBS (1) em datas imediatamente anteriores ao início das aquisições, realçando o fato de a Embraer ter fechado novos contratos para fornecimento de aviões."

24. No entender da Comissão, seria sintomática a informação de Mauro Bergstein de que mantinha à época relacionamento pessoal com funcionário da Embraer que, por sua vez, era conhecedor da operação desde 31.10.05. Ainda segundo Mauro Bergstein, este também mantinha à época relacionamento comercial com funcionários da Sistel e BNDES, igualmente conhecedores do projeto. A esse respeito, a Comissão de Inquérito não reuniu elementos de prova sobre quais pessoas teriam vazado a informação relevante para o referido investidor não residente. (parágrafos 67 e 68 do Relatório da Comissão)

25. Finalmente, quanto à alegação de Mauro Bergstein no sentido de que todos que trabalham com gestão de recursos de terceiros estão impedidos pelo compliance do Credit Suisse de obter informações sobre os negócios do Banco de Investimentos do Grupo, a Comissão de Inquérito destacou que o próprio Mauro, à época, era Diretor não só da Distribuidora, como também do Banco de Investimentos do Grupo Credit Suisse. (parágrafo 67 do Relatório da Comissão)

26. No que tange à conduta do DRI da Embraer, Sr. **Antonio Luiz Pizarro Manso**, a Comissão de Inquérito dispôs que:

"70. Conclui-se, também, que as declarações prestadas à CVM por Antonio Luiz Pizarro Manso, Diretor Vice-Presidente Executivo Corporativo e de Relações com Investidores da Embraer, não foram convincentes para justificar a não antecipação da divulgação da informação relevante, em cumprimento ao § único do artigo 6º da Instrução CVM 358/02. Isto porque as características do movimento de mercado das ações ordinárias, tanto em quantidade negociada quanto em preços praticados, a partir de 09.12.05, quando começaram a subir buscando o nivelamento com o preço das preferenciais, são típicas de investidores que já sabiam dos detalhes da reestruturação pretendida. Portanto, não há como atribuir o fenômeno, como quis Antonio Luiz, a eventos outros, considerados corriqueiros na vida da companhia (tanto é assim que não foram considerados fatos relevantes, sujeitos à Instrução CVM nº 358/02), eventos esses na ocasião divulgados no website da companhia e por meio do sistema IPE da CVM, versando principalmente sobre aspectos comerciais e o fato de a companhia ter obtido o 'investment grade' da agência de risco Moody's. Ademais, se esses eventos fossem de fato tão relevantes, beneficiando a Embraer como um todo, conseqüentemente aproveitando a todos seus acionistas, entende-se que a demanda e o preço tanto das ações ordinárias quanto das preferenciais refletiriam as boas notícias, o que de fato não aconteceu, destacando-se somente as ordinárias.

71. Interessante notar a afirmação do jornal 'Valor Econômico', edição 'on line' de 13.01.06, que estampou informações a respeito da reestruturação da Embraer – matéria esta, aliás, precipitadora da divulgação do primeiro fato relevante - , nos seguintes termos: 'a operação correu em sigilo durante meses, mas movimentações atípicas com as ações da empresa em dezembro podem indicar que tenha havido vazamento de informações'.

72. Voltando um pouco no tempo, verificou-se que os estudos sobre a reestruturação iniciaram-se em julho de 2004, ganhando força em abril de 2005, com a participação de várias empresas de consultoria. Em outubro de 2005, o Diretor Presidente da Embraer iniciou a disseminação do projeto para o Governo Federal, para autoridades do poder executivo, a saber: o Presidente da República, o Ministro da Fazenda e seus técnicos, o Comandante da Aeronáutica, o Presidente da CVM, o Presidente do BNDES e acionistas estratégicos. Em dezembro de 2005, foi ele apresentado a uma equipe do Tesouro Nacional e executivos da Bovespa e à Diretoria de Mercado de Capitais do BNDES. Ainda naquele mesmo mês, a Sistel contratou o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) para dar uma segunda opinião a respeito da pretendida operação.

73. Como se vê, a partir de outubro de 2005 aumentou consideravelmente o número de pessoas portadoras de informação privilegiada, e com ele a probabilidade de a informação relevante escapar de controle, como de fato ocorreu, propiciando a realização de operações não-equitativas com ações de emissão da companhia. Aparentemente, por uma questão de bom senso, entende-se que a divulgação, naquele momento, de um primeiro fato relevante, seria muito benéfico para o mercado. Ou, talvez, até antes, em abril de 2005. A partir daí, outros fatos relevantes se sucederiam, à medida que o projeto fosse caminhando no âmbito da companhia. Desnecessário dizer que estes fatos relevantes teriam que ser objetivos, claros, não dando margem a dúvidas e, sobretudo, fiéis aos acontecimentos e expectativas. Imperioso ressaltar que, mesmo a partir de 09.12.05, quando as ações ordinárias começaram a se comportar atipicamente no mercado, o DRI da companhia não antecipou ao público o fato relevante, como seria o correto. Precisou um jornal servir como catalisador para que aquele profissional divulgasse o primeiro fato relevante, mesmo assim de forma imprecisa, mais deixando dúvidas do que esclarecendo fatos. Curioso é o texto do 3º item do comunicado, a seguir reproduzido: 'Por este motivo, a Embraer entende que qualquer divulgação prematura de informações, neste momento, seria necessariamente incompleta e imprecisa.'"

27. Em razão do exposto, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização, **entre outros**, de: (parágrafo 54 do Relatório)

a) **Credit Suisse International** (ex-Credit Suisse First Boston International), investidor não residente, representado no país pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. (ex- Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston S.A.): por ter

se utilizado de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, tendo por isso obtido vantagem na compra de ações ordinárias de emissão da Embraer, no âmbito do projeto de reestruturação do capital daquela companhia, com a admissão de suas ações no Novo Mercado da Bovespa, infringindo o §4º do artigo 155 da Lei nº 6404/76 e o § 1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02; e

b) **Antonio Luiz Pizarro Manso**, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Embraer: por não ter procedido com a devida diligência, ao não ter antecipado a divulgação ao mercado do projeto de reestruturação do capital da Embraer, com a admissão de suas ações no Novo Mercado da Bovespa, infringiu o § único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/02 e artigo 153 da lei nº 6404/76.

28. Considerando sugestão contida no Relatório da Comissão de Inquérito e manifestação exarada pela Procuradoria Federal Especializada – PFE, foi comunicado o Ministério Público, em função da existência de indícios de crime de ação penal pública. (fl.1409)

29. Consoante faculta a Deliberação CVM nº 390/01, os acusados Antonio Luiz Pizarro Manso e Credit Suisse International (ex-CSFB International) apresentaram tempestivamente propostas de celebração de Termo de Compromisso, consistentes na assunção das seguintes obrigações:

- a. **Antonio Luiz Pizarro Manso**: compromete-se a pagar à CVM o valor de R\$100.000,00 (cem mil reais) em até 10 dias úteis contados da publicação do Termo no Diário Oficial da União - DOU. (fls. 1688/1690)
- b. **Credit Suisse International**: compromete-se a pagar a quantia de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) à CVM, no prazo de 10 dias contados da publicação do Termo no DOU. (fls. 1691/1697)

30. Nos termos da Deliberação CVM nº 390/01, a PFE apreciou os aspectos legais das propostas de Termo de Compromisso apresentadas, entendendo, ao final, o que se segue: (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 163/08 e respectivo Despacho, às fls. 1699/1706)

30.1. Análise da proposta do Credit Suisse International:

"No que tange à obrigação de cessar a prática da atividade considerada ilícita pela CVM, quanto ao primeiro acusado, deve ser salientado que o fato apurado refere-se à utilização de informação relevante antes de sua ampla divulgação no mercado. Não haveria, portanto, que se falar, no presente caso, em cessação da prática de atividade ilícita, tendo em vista que a prática já ocorreu, estando exaurido no tempo.

(omissis)

De acordo com o Relatório elaborado pela Comissão designada para a condução do Inquérito Administrativo nº 22/2006, o proponente está sendo acusado por infringir o § 4º do art. 155 da lei nº 6.404/76, acrescentado pela lei nº 10.303/01, e o § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 em razão da utilização 'de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, tendo por isso obtido vantagem na compra de ações ordinárias de emissão da Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., no âmbito do processo de reestruturação do capital daquela companhia, com a admissão de suas ações no Novo Mercado da Bovespa'.

Segundo o que fora apurado no presente processo, o Banco de Investimento foi contratado pela Sistel para emitir uma segunda opinião sobre o processo de reestruturação da Embraer, tendo iniciado a compra de ações ordinárias desta companhia em 12.12.2005 e, até 12.01.2006 (véspera da divulgação do fato relevante), havia adquirido 4.372.000 ações desta espécie. Naquele período, o CSFB Internacional alienou parte dessas ações, processo iniciado em 02.01.06, sendo que em um único dia, 13.01.06, vendeu 472.900 ações.

Com efeito, não há dúvidas de que em casos de acusação por uso de informação (insider trading) relevante sobre a companhia e os valores mobiliários por ela emitidos, ainda não divulgada amplamente ao público em geral, há uma ofensa tanto à higidez, estabilidade e eficiência do mercado de valores mobiliários, como também, ao patrimônio dos investidores que negociaram com os valores mobiliários seja contra parte do insider ou não - sem o acesso a mesma informação relevante.

De fato, o insider compra e/ou vende valores mobiliários que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. Assim agindo, ele obtém lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais, que sabe que não estão disponíveis ao público em geral.

Nada obstante o acima afirmado acerca da existência de danos a investidores que negociaram com os valores mobiliários sem o conhecimento da informação relevante, entendemos que não seria possível, ao menos no âmbito de um processo administrativo sancionador, e, mais especificamente, no bojo de um termo de compromisso, uma segura e objetiva individualização de prejudicados e seus respectivos ressarcimentos. Assim sendo, temos que, nesses casos, a única forma de efetiva recomposição dos prejuízos, nos termos do art. 10, § 5º, li, da Lei nº 6.385/76, é a reparação ac dano difuso causado à higidez, estabilidade e eficiência do mercado, cuja tutela incumbe a esta autarquia, conforme disposto no art. 4º da Lei nº 6.385/76, sob pena de se inviabilizar a celebração de Termos de Compromisso em casos semelhantes ao ora analisado.

Parece-nos, outrossim, que, ainda que haja dificuldade em se especificar prejudicados, há, efetivamente, um claro prejuízo passível de mensuração, cujo valor deve equivaler, s.m.j. e no mínimo, à vantagem econômica obtida com a negociação.

Portanto, entendemos que, para que a proposta de CREDIT SUISSE INTERNACIONAL atenda os requisitos legais, faz-se necessário que a mesma contemple um cálculo dos ganhos auferidos com as operações supostamente ilícitas, parecendo-nos que, sob prisma estritamente jurídico, tal montante é a base mínima para qualquer proposta de termo de compromisso.

Destarte, parece-nos que deve o valor proposto refletir, no mínimo, a diferença entre o preço de aquisição das ações e o preço de venda das ações – com relação àquelas que alienadas antes e na data da publicação do fato relevante - e, com relação àquelas que permaneceram com o proponente mesmo após a divulgação do fato relevante, por exemplo, a diferença equivalente ao preço de aquisição das ações e àquele que estas atingiram imediatamente após a publicação do fato relevante, ocorrida no dia 13 de janeiro de 2006.

Em razão do exposto, entendemos que apenas estaria cumprido o disposto no art. 11, § 5º, 11, da Lei nº 6.385/76,

se demonstrado que o valor oferecido corresponde, no mínimo, ao valor do ganho auferido, cabendo-se observar, por fim, que, ainda assim, caberia ao Colegiado, após manifestação do Comitê de Termo de Compromisso, a apreciação da conveniência e oportunidade de assinatura de termo de compromisso na espécie, sendo certo que poderá este deliberar, inclusive, à luz da legislação, da doutrina e de precedentes envolvendo o assunto e na fixação do valor total atinente ao dano difuso causado ao mercado de valores mobiliários, considerada também a perspectiva de ordem moral e de desestímulo a práticas semelhantes, pela necessidade de pagamento de valor adicional ao valor puro e simples do lucro obtido."

30.2. Análise da proposta de Antonio Luiz Pizarro Manso:

"...Da mesma forma, quanto ao segundo acusado, trata-se de fato único exaurido no tempo, pois a sua conduta ilícita decorreria de não ter atuado com a devida diligência na divulgação das informações relevantes. Desta forma, em ambos os casos, não há como se cogitar em cessar as atividades consideradas ilícitas pela CVM.

Quanto ao segundo acusado, o ato que lhe foi imputado não chegou a gerar prejuízos diretos e individualizados ao público investidor, gerando apenas prejuízos de natureza informacional ao mercado como um todo. No intuito de indenizar o dano ao mercado, foi proposto um pagamento à CVM na quantia de R\$100.000,00 (cem mil reais). Como estamos, neste caso, diante de um dano não patrimonial, a indenização destes prejuízos deve ser transformada em equivalente pecuniário, que existe não para corresponder plenamente à reparação dos danos, mas para mitigar os efeitos perversos da violação e, em especial, para coibir a impunidade daqueles que a violaram. Parece, portanto, cumprido o segundo requisito do termo de compromisso pelo Sr. Antonio Luiz Pizarro Manso.

Em tempo, cabe salientar que a análise da conveniência, oportunidade e da aptidão da proposta para ressarcir ou minorar os danos causados ao mercado não incumbe a esta Procuradoria, mas sim ao Comitê de Termo de Compromisso e ao órgão Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos dos arts. 8º e 9º da Deliberação nº 390/01, com redação que lhes foi dada pela Deliberação CVM nº 486/05."

FUNDAMENTOS

31. O parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, estabelece que a CVM 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 cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.
32. Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM nº 390/01, alterada pela Deliberação CVM nº 486/05, que dispõe em seu art. 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, após ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 9º.
33. Por sua vez, o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.
34. No que toca à proposta exposta por **Antonio Luiz Pizarro Manso**, o Comitê conclui que se afigura em linha com os precedentes mais recentes em casos com características essenciais similares a do presente (vide PAS nºs RJ2007/3820, RJ2007/3821, 05/2006 e RJ2007/3809), mostrando-se conveniente e oportuna sua aceitação, nos termos da legislação aplicável à matéria, sendo comparável à reprovabilidade da conduta imputada ao proponente, consistindo o montante a ser pago em valor suficiente para coibir a prática de condutas assemelhadas.
35. Entretanto, em consonância com os demais Termos de Compromisso firmados com esta Autarquia, o Comitê sugere a fixação do prazo 10 (dez) dias corridos (e não dez dias úteis), contados da publicação do Termo no Diário Oficial da União, para o cumprimento da obrigação assumida, bem como a designação da Superintendência Administrativo-Financeira – SAD para o seu atesto.
36. Quanto à proposta de **Credit Suisse International**, o Comitê entende que se mostra desarrazoada face à gravidade da infração de uso de informação privilegiada imputada ao proponente, especialmente ao considerarmos o volume operado⁽²⁾, não atendendo, com isso, a finalidade preventiva do instituto do Termo de Compromisso, no sentido de orientar a conduta dos participantes do mercado, inibindo a prática de infração da mesma natureza, consoante orientação do Colegiado.

CONCLUSÃO

37. Em face do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM:

- a. a **aceitação** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **Antonio Luiz Pizarro Manso**; e
- b. a **rejeição** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **Credit Suisse International**.

Rio de Janeiro, 22 de julho de 2008.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Elizabeth Lopez Rios Machado

Superintendente Geral

Superintendente de Relações com Empresas

Fábio Eduardo Galvão F.Costa

José Carlos Bezerra da Silva

Superintendente de Processos Sancionadores

Superintendente de Normas Contábeis e de Auditoria em exercício

(1) Não compete dispor aqui sobre a atuação daqueles acusados que não propuseram Termo de Compromisso (a respeito, vide parágrafos 59, 60 e 74 do Relatório da Comissão).

[2](#) No período abrangido pela análise, o Credit Suisse International adquiriu o total de 4.792.400 ações ON ao custo de aproximadamente R\$ 90 milhões (vide Tabela I à fl 1376 e levantamento à fl. 238).