

SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO
ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 18/01

Indiciados: Adriano Junqueira Franco
André Golabek Sanchez
Antonio Carlos Dias Ferrari
Armênio dos Santos Gaspar Neto
Banco Fator S/A
Carlos Alberto Paes Barreto
Carlos Alberto da Silva Bertolazzi
Carlos Daniel Rizzo da Fonseca
Celso Emílio Stephano
Christian Caradonna Keleti
Daniel Serio
Dorival Kazuhiko Kawakami
FAR Asset Management Ltd.
FAR Fator Administrador de Recursos Ltda.
FAR S/A DTVM
Fator Brazil Fund Ltd.
Fator Feb FMIA CL
Fator Doria Atherino S/A CV (ex-Doria & Atherino S/A CCVM)
Fator Projetos e Assessoria Ltda.
Flavio Fukumoto
FMIA CL Plural Setor Energético
FMIA CL Plural Jaguar
Hedging Griffó Asset Management S/C Ltda.
Hedging Griffó Brazil Fund
Heloisa Helena Maia Campos
Hedging Griffó Carteira Administração Cambial FIF
Hedging Griffó Top FIF
Hedging Griffó Verde FIF
Izaías Ferreira da Silva
Jorge Moyses Dib Neto
Jorge Wilhelm
Judith Maria Hegedus

Luis Fernando Amatti Salem

Luis Stuhlberger

Marcelo Iasi Brandão

Marcello Marcondes Machado Giuliano

Marcos Iasi Brandão

Panagiotis Vlahos

Plural FIA

Raul Arens Street

Raul Médici Ferreira

Roberto Marcos Borges

Roberto Valladares Hernandez

Rodrigo Grasso Moliterno

Rosemeire Vieira Piovezan Alcântara

Rubens Sette Simonsen Filho

Samanta Lea Hegedus

Utilities Emerging Markets Fund LLC

Valley Capital Holding LLC

Venilton Tadini

Walter Appel

Ementa : **Infração ao parágrafo único, do art. 11, da Instrução CVM nº 31/84. Insider Trading. Multas.**

Infração ao inciso II, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99. Falta para com o dever de diligência na administração de carteira de valores mobiliários. Suspensão e Multa.

Não caracterização de infração ao inciso IV, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99. Equitatividade na relação de fidúcia com clientes. Absoluções.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, nos termos do disposto no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Aplicar ao Sr. Walter Appel:

- a. por infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, a pena máxima de **multa pecuniária** no valor de R\$ 500.000,00;
- b. por infração ao inciso II, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99, a pena de **suspensão de autorização** para o exercício da função de administrador de carteiras pelo prazo de um ano; bem como,
- c. **absolvê-lo** da imputação de infração ao inciso IV, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99.

2. Aplicar à FAR Fator Administração de Recursos Ltda.:

- a. por infração ao parágrafo único, do artigo 11, da Instrução CVM nº 31/84, a pena máxima de **multa pecuniária**, máxima no valor de R\$ 500.000,00;
- b. por infração ao disposto no inciso II, do artigo 14, da Instrução CVM nº 306/99, a pena de **multa pecuniária** no valor de R\$ 100.000,00; bem como,
- c. **absolvê-la** da acusação de infração ao inciso IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99.

3. **Absolver** de todas as imputações os demais indiciados, quais sejam: Adriano Junqueira Franco, André Golabek Sanchez, Antonio Carlos Dias Ferrari, Armênio dos Santos Gaspar Neto, Banco Fator S/A, Carlos Alberto Paes Barreto, Carlos Alberto da Silva Bertolazzi, Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, Celso Emílio Stephano, Christian Caradonna Keleti, Daniel Serio, Dorival Kazuhiko Kawakami, FAR Asset Management Ltd., FAR S/A DTVM, Fator Brazil Fund Ltd., Fator Feb FMIA CL, Fator Doria Atherino S/A CV (ex-Doria & Atherino S/A CCVM), Fator Projetos e Assessoria Ltda., Flavio Fukumoto, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar, Hedging Griffó Asset Management S/C Ltda., Hedging Griffó Brazil Fund, Heloisa Helena Maia Campos, Hedging Griffó Carteira Administração Cambial FIF, Hedging Griffó Top FIF, Hedging Griffó Verde FIF, Izaías Ferreira da Silva, Jorge Moyses Dib Neto, Jorge Wilhelm, Judit Maria Hegedus, Luis Fernando Amatti Salem, Luis Stuhlberger, Marcelo Iasi Brandão, Marcello Marcondes Machado Giuliano, Marcos Iasi Brandão, Panagiotis Vlahos, Plural FIA, Raul Arens Street, Raul Médici Ferreira, Roberto Marcos Borges, Roberto Valladares Hernandez, Rodrigo Grasso Moliterno, Rosemeire Vieira Piovezan Alcântara, Rubens Sette Simonsen Filho, Samanta Lea Hegedus, Utilities Emerging Markets Fund LLC, Valley Capital Holding LLC e Venilton Tadini.

Os indiciados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do § único do artigo 14 da Resolução nº 454/77, do Conselho Monetário Nacional, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de sua decisão no tocante às absolvições.

Proferiram defesa oral os advogados Luiza Rangel de Moraes, Marília Camacho, Maria Isabel Bocater e Elaine de Paula Palmer, Matias Nazari Puga Netto e Pedro Oliva Marcílio.

Presente à sessão de julgamento a Doutora Marilisa Azevedo Wernesbach, representante da Procuradoria Federal na CVM.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, relator, Norma Jonssen Parente, Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente, Dr. Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 04 de novembro de 2004

ELI LORIA

Diretor-Relator

MARCELO FERNANDEZ TRINDADE

Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 18/01

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado com o objetivo de apurar o eventual uso de informação privilegiada relacionada a fato relevante divulgado pela COPEL - Companhia Paranaense de Energia em 25/07/01, no qual se dava conta de que, em meio a determinadas providências com o objetivo de privatizar a Companhia, era possível que fosse realizada oferta pública de compra das ações ordinárias em circulação de sua emissão, com vistas a proporcionar aos titulares de tais ações as mesmas condições de negociação que viessem a ser praticadas pelo Estado do Paraná com o BNDESPAR (fls. 6.600/6.661).

No dia da divulgação do fato relevante a cotação do papel subiu cerca de 14,01%, passando a ser negociado a R\$ 20,51 enquanto o volume médio de negociação, apurado nos 60 dias anteriores, aumentou 246%, de R\$ 1.566 mil para R\$ 5.428 mil.

Diante disso, a GMA-2 propôs a instauração de Inquérito Administrativo, aprovada em 06/11/01. Foi aprovada também a determinação do Sr. Diretor-Relator de que fosse investigada qual a data em que a possibilidade de realização da oferta pública teria sido discutida pela primeira vez, e que, para fins da investigação subsequente, fossem separadas as operações realizadas antes das realizadas depois dessa data.

Em 28/12/01 a Portaria PTE n.º 277/01 nomeou os integrantes da Comissão de Inquérito, que conduziu a investigação concluída em 31/05/02, cujo relatório foi aprovado por este Colegiado em reunião realizada em 02/07/02.

Os indiciados, devidamente intimados, apresentaram defesas e, em sua maioria, solicitaram a celebração de termo de compromisso, o que foi indeferido pelo Colegiado em reunião realizada em 02/07/04.

Da apuração

Questionada pela CVM, a companhia informou que, anteriormente à divulgação do fato relevante, apenas alguns profissionais da COPEL, representantes do Estado do Paraná e profissionais do "Consórcio Diamante" (formado por Dresdner Kleinwort Wasserstein do Brasil S/C Ltda., Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda. e Ulhôa, Canto, Rezende e Guerra Advogados), contratados para assessorar o Estado na privatização da Companhia, tinham conhecimento acerca da oferta de compra das ações da Companhia a preço superior a sua cotação em bolsa.

Para descobrir a data em que primeiro se discutiu a possibilidade de realização da oferta pública espontânea, a Comissão de Inquérito ouviu todos os integrantes do Consórcio Diamante. Assim, a Comissão de Inquérito pôde apurar quais pessoas do Consórcio Diamante e da companhia haviam tido acesso às informações concernentes à oferta pública.

Visando apurar os fatos, a Comissão de Inquérito verificou a relação dos comitentes que haviam negociado ações ordinárias de emissão da COPEL, as quais seriam objeto da oferta pública, e classificou os comitentes em dois grupos. O primeiro grupo composto por pessoas que já haviam realizado compras anteriormente, entre 01.01 e 11.07, e o segundo composto por comitentes que não havia adquirido ações ordinárias da companhia durante o semestre anterior à idéia da oferta pública, mas que negociaram após a idéia ter sido discutida, composto por pessoas jurídicas, por fundos e por pessoas naturais.

A Comissão de Inquérito ouviu quase todas as pessoas naturais que adquiriram ações apenas após 11.07.01 e as classificou em quatro grandes grupos: (1.º) pessoas ligadas à Fator Doria Atherino S/A CV, (2.º) pessoas ligadas à Intra S/A CCV e (3.º) pessoas ligadas à Hedging-Griffo CV S/A e, por fim, (4.º) pessoas sem ligação conhecida com qualquer das pessoas que tivessem tido acesso à informação.

A Comissão de Inquérito investigou duas questões. Primeiramente, quais as razões que levaram à conclusão, por parte dos membros do Consórcio Diamante, de que a oferta pública teria de ser realizada, e qual o modo como se deu tal discussão e a segunda, quais os relacionamentos existentes entre as pessoas integrantes dos três primeiros grandes grupos de comitentes há pouco descritos, e quais os relacionamentos dos grupos entre si.

Em data que não foi possível determinar com exatidão, provavelmente entre fins de maio e início de junho de 2001, a equipe do Ulhôa, Canto, incumbida de realizar *due diligence* na COPEL, localizou um acordo de acionistas firmado entre o Governo do Estado do Paraná e a BNDESPar, resultando na assunção pelo primeiro da obrigação de adquirir as ações do BNDESPar em caso de alienação do controle da companhia. A existência desse documento foi comunicada à Fator Projetos.

Nos primeiros dias de julho de 2001, a Fator Projetos, omitindo a existência do acordo de acionistas, consultou verbalmente o advogado da Fator Empreendimentos e Participações Ltda., Dr. Flávio Fukumoto, acerca da aquisição pelo Estado do Paraná das ações pertencentes ao BNDES, ações essas que constituíam percentual de participação no capital da empresa que tornaria obrigatória a realização de oferta pública para aquisição das demais ações, em circulação no mercado, ao menos para o advogado que à época desconheceria a existência do acordo de acionistas.

O assunto foi discutido internamente pela Ulhôa, Canto, que, em 11/07/01, chegou à conclusão de que, devido à existência do acordo de acionistas, as ações do BNDESPar também compunham o bloco de controle, e assim a oferta pública aos minoritários não seria obrigatória.

Na mesma data, em reunião na Fator entre Venilton Tadini, José Francisco de Lima Gonçalves e Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, surgiu a idéia de realização da oferta pública aos acionistas minoritários da COPEL, nas mesmas condições entre o Estado do Paraná e a BNDESPar, mesmo sem obrigatoriedade legal.

Os profissionais da Fator, em conferências telefônicas nos dias 11 e 12, discutiram a idéia com integrantes do Consórcio Diamante, e, em 13/07/01, chegou-se à conclusão que a realização espontânea da oferta pública traria

vantagens para o Estado do Paraná e melhoraria a imagem da companhia perante o mercado. Ainda no dia 13, a idéia foi proposta, em conferência telefônica, aos membros da Comissão Interna da COPEL destinada a acompanhar e subsidiar o processo de desestatização.

Em 18/07/01, a idéia foi levada oficialmente à COPEL e ao Estado do Paraná; em 20/07/01, ao BNDESPar e, no final da tarde de 24/07/01, à CVM, que orientou a companhia a divulgar fato relevante.

Assim, para a Comissão de Inquérito, havia, entre os dias 11 e 25/07/01, discussão acerca da possibilidade de realização da oferta pública espontânea, correspondendo um proporcional aprofundamento, entre os agentes do Grupo Fator, da convicção de que os responsáveis pela decisão final de realização da oferta pública espontânea também se convenceriam dessa conveniência.

A existência de uma discussão acerca da realização de uma oferta pública espontânea não havia sido divulgada e, conseqüentemente, os preços praticados no mercado não refletiam, nem a certeza, nem sequer a possibilidade de realização futura da oferta pública. No entanto, apesar de a informação não ter sido divulgada, diversas pessoas e fundos, em sua maior parte integrantes do ou ligados ao grupo Fator, realizaram vultosas aquisições de ações ordinárias emitidas pela COPEL no período de 11 a 25/07/01, aquisições em volumes superiores ao volume habitual de negociação desses fundos com essas ações.

Passo a expor brevemente como os quatro grandes grupos mencionados anteriormente podem ser subdivididos, quais os integrantes, e quais as ligações a Comissão de Inquérito acreditou encontrar entre eles.

Comitentes ligados ao grupo Fator.

Os comitentes compradores ligados ao Grupo Fator podem por sua vez ser classificados em cinco subgrupos. O primeiro subgrupo era composto por fundos administrados e/ou geridos pelas empresas Fator, Plural FIA, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar, que tinham o Sr. Walter Appel como administrador ou gestor, e nos quais as empresas Fator, ou pessoas a elas ligadas, tinham maior percentual de participação como quotistas.

Esses fundos, que antes de 11/07/01 não realizaram compras significativas de ações ordinárias emitidas pela COPEL, adquiriram significativas quantidades após essa data, tendo obtido rentabilidade média de 15,32% (equivalente a R\$111.921,27 para o Plural FIA), 14,18% (equivalentes a R\$45.77,18, para o FMIA CL Plural Setor Energético), 15,04% (equivalentes a R\$64.846,54 para o FMIA CL Plural Jaguar). Esses três fundos adquiriram, em 23 e 24/07/01, um montante de R\$1.484.530,00 em ações COPEL ON, permitindo-lhes assim um lucro bruto de cerca de 15%, ou R\$222.544,99, sobre o valor investido, em apenas três dias, conforme se lê no relatório da Comissão de Inquérito, parágrafos 48 a 57.

O segundo subgrupo era composto por dois fundos, Fator FEB FMIA CL, Fator Brazil Fund Ltd. O Fator FEB FMIA CL tinha sua carteira administrada pelo Banco Fator S/A e gerida pela FAR, cujo diretor responsável era o Sr. Walter Appel. O Fator Brazil Fund Ltd. tinha como *investment advisor* a Far Asset Management Ltd., empresa constituída sob as leis das Ilhas Virgens Britânicas, cujos diretores, os Srs. Carlos Alberto Paes Barreto, Sylvio Luiz Bresser Gonçalves Pereira, Francisco Carvalho Pierotti e Walter Appel, eram os sócios da Fator Empreendimentos e Participações Ltda., holding das empresas Fator. O Sr. Walter Appel admitiu ingerência nas decisões de investimento desse fundo (fls. 3828/3830, 3837, 3631/3638, e 5895/5927).

Quotista do Fator FEB FMIA CL era o fundo de pensão do BANEB - BASES, mas os quotistas do Fator Brazil Fund Ltd. são desconhecidos, tendo a Fator alegado não ter acesso à relação de quotistas. Com base na cotação de fechamento do papel em 25/07/01, o Fator FEB FMIA CL teve um ganho médio de 29,15% sobre o valor investido, equivalente a R\$118.820,00, enquanto que o Fator Brazil Fund Ltd. teve um ganho médio de 13,75%, equivalente a R\$48.725,02.

O terceiro subgrupo é composto por um único fundo, o Hyposwiss, Swiss Mortgage and Commercial Bank, cujo representante era a Fator Doria Atherino S/A CV e tinha como diretor responsável o Sr. Sergio Machado Doria.

A postura desse investidor difere da dos demais fundos, administrados ou geridos pelo Sr. Walter Appel. Com efeito, embora tenha realizado cerca de 42% de suas compras no período de 11 a 24/07/01, realizou também vendas; além disso, comprou cerca de 29% em 06/07/01, antes portanto da discussão sobre a oferta pública voluntária, e 29% já no mês de agosto. Por essas razões, a Comissão de Inquérito concluiu não haver elementos suficientes para concluir que as compras realizadas por esse comitente entre 11 e 24.07.01 tenham sido fruto de uso de informação privilegiada, porque "seguiam um padrão que tudo indica ser próprio do investidor" (parágrafo 76 do relatório).

O quarto subgrupo é também constituído por um único fundo, o Plural FIF Max 60 Dias (atual Plural Max Corporativo

FIF), administrado pela FAR S/A DTVM, cujo responsável era o Sr. Carlos Alberto Paes Barreto, mas gerido pela FAR, cujo diretor responsável era o Sr. Walter Appel.

A Comissão de Inquérito observou (parágrafo 68), que o percentual das empresas Fator e de pessoas a elas ligadas nas quotas deste fundo eram inferiores aos dos demais fundos. Esse fundo realizou 86% de suas compras do papel entre 11 e 24/07/01, totalizando R\$230.056,00. Tais compras, entretanto, faziam parte de operações de financiamento, pois nas mesmas datas das compras foram vendidas ações a termo, na mesma quantidade, obtendo uma taxa média de 1,70% para 30 dias.

Convém salientar que, intimada a fornecer a relação de todos os negócios com COPEL ON em nome dos fundos por ela administrados, a FAR S/A DTVM omitiu essas vendas, remetendo apenas a relação dos negócios no mercado à vista (relatório da CI, parágrafo 68; cf. fls. 3847-3901).

Essas vendas a termo foram fechadas pela Fator Doria Atherino S/A CV, através de negócios diretos, para pessoas naturais que constituem o quinto e último subgrupo de comitentes compradores ligados ao grupo Fator. Alguns desses comitentes realizaram compras a termo, outros à vista, e alguns realizaram ambas. As pessoas que compraram a termo foram: Marcos Iasi Brandão, Rodrigo Grasso Moliterno, Rosimeire Vieira Piovezan Alcantara, Marcelo Marcondes Machado Giuliano e Roberto Marco Borges (parágrafo 65).

Com efeito, a irmã do Sr. Marcos Iasi Brandão era mulher de Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, que participara da reunião de 11.07.01 em que se discutiu a possibilidade de realização de oferta pública espontânea. Marcos Iasi Brandão foi o primeiro a comprar ações a termo, em 11.07.01, e depois novamente em 23.07.01. Comprou ao todo 1.600.000 ações a termo – 30 dias, por R\$25.846,83. Era atendido por Rodrigo Grasso Moliterno.

Rodrigo Grasso Moliterno era operador de mesa da Fator Doria Atherino S/A CV, e trabalhava juntamente com Roberto Valladares Hernandez e Daniel Serio. Rodrigo G. Moliterno em 23/07/01 comprou 3.000.000 ações a termo – 30 dias, por R\$51.191,28. O Sr. Marcelo Marcondes Machado Giuliano (em 13/07/01 comprou 1.000.000 ações a termo – 30 dias, por R\$16.491,60) e o Sr. Roberto Marco Borges (que em 24/07/01 comprou 3.900.000 ações a termo – 30 dias, por R\$70.100,34) também eram operadores de mesa da corretora, trabalhando o último no Rio de Janeiro, e declarou não manter contato com seus colegas de São Paulo. A Sra. Rosimeire Vieira Piovezan Alcantara era cliente da corretora, atendida pelo mesmo Sr. Roberto Marco Borges. Em 24/07/01 comprou 3.900.000 ações a termo – 30 dias, por R\$70.100,34.

Além desses clientes, que adquiriram ações em operações a termo, outros clientes da corretora também adquiriram ações ordinárias, no mercado à vista, sem, contudo, serem investidores habituais antes de 11/07/01. Aliás, não são, conforme relação de negócios às fls. 3951 a 4833, investidores assíduos do mercado de ações, realizando negócios apenas esporadicamente. Eram eles: Roberto Marco Borges (funcionário da Fator Doria Atherino no Rio de Janeiro, que opera com certa regularidade no mercado), Marcelo Iasi Brandão, Antonio Carlos Dias Ferrari, Heloisa Helena Maia, Rubens Sette Simonsen Filho, Adriano Junqueira Franco e Jorge Moyses Dib Neto.

Em 24/07/01, Roberto Marco Borges adquiriu, por R\$5.324,00, 300.000 ações, e em 25 e 30/07/01 vendeu 4.200.000 ações por R\$85.015,00.

Marcelo Iasi Brandão afirmou estar, à época dos fatos, na Alemanha, mas que Rodrigo G Moliterno telefonava para seu celular, fato negado pelo último, que declarou fazer contatos apenas por e-mail. Em 24/07/01, comprou, por R\$3.168,00, 180.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$3.691,00. Antonio Carlos Dias Ferrari (em 24/07/01 comprou, por R\$3.168, 180.000 ações, que vendeu em 25/07/01 por R\$3.691,80), Heloisa Helena Maia (em 24/07/01 comprou, por R\$10.912,00, 6201.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$12.716,20) e Rubens Sette Simonsen Filho (em 24/07/01 comprou, por R\$12.672,00, 720.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$14.767,20) eram clientes da corretora atendidos por Rodrigo G. Moliterno, que lhe indicava operações.

Rubens Sette Simonsen Filho havia sido, e Adriano Junqueira Franco (que em 23 e 24/07/01 comprou, por R\$14.020,00, 800.000 ações, das quais 200.000 foram vendidas em 26/07/01 por R\$4.240,00) e Jorge Moyses Dib Neto (em 24/07/01 comprou, por R\$8.817,00, 500.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$10.162,00) eram clientes do Sr. Roberto Valladares Hernandez, operador de mesa que, como já afirmado, trabalhava com Rodrigo G. Moliterno. Adicionalmente, Adriano Junqueira Franco era atendido pelo operador sr. Daniel Serio.

A própria Fator Doria Atherino S/A CV adquiriu ações em negócios *day trade* no dia 24/07/01, revendendo-as imediatamente, na maioria das vezes para algum dos comitentes mencionados acima.

Algumas das pessoas ligadas à corretora Fator, quer como funcionários, quer como clientes, conheciam outras pessoas que, sem serem investidores habituais em COPEL ON antes de 11/07/01, adquiriram ações durante o

período objeto da investigação da Comissão de Inquérito.

Com efeito, o já mencionado Sr. Adriano Junqueira Franco, cliente da Fator Doria Atherino S/A CV, normalmente atendido pelo Sr. Roberto Valladares Hernandez, declarou que conhecia o Sr. Christian Caradonna Keleti, que fora seu colega de faculdade, e o Sr. Luis Fernando Amatti Salem, seu amigo e sócio do mesmo clube, o Clube Monte Líbano. O Sr. Adriano Junqueira Franco admitiu ter mantido contatos sociais com ambos em 2001, mas não se recordava de ter conversado a respeito de ações emitidas pela COPEL.

Um desses amigos do Sr. Adriano Junqueira Franco, o Sr. Christian Caradonna Keleti, aliás, conhecia o advogado das empresas Fator que havia participado das discussões acerca da oferta pública, conforme declarações do mesmo (fls. 3612-3615) que declarou ainda conhecer o Sr. Roberto Marcos Borges, já mencionado operador da Fator no Rio de Janeiro, e o Sr. Marcelo Cavalheiro, com quem mantinha contatos esporádicos de amizade. O Sr. Marcelo Cavalheiro era ex-funcionário do Grupo Fator, e trabalhava, à época dos fatos, na Hedging-Griffo.

Nenhum desses dois amigos do Sr. Adriano Junqueira Franco era investidor habitual do papel. Entretanto, ambos adquiriram ações às vésperas da divulgação do fato relevante. O Sr. Christian Caradonna Keleti era cliente da corretora Hedging-Griffo, e o Sr. Luis Fernando Amatti Salem era cliente da corretora Intra.

Comitentes ligados ao grupo Hedging-Griffo.

Isso tudo nos leva ao segundo grande grupo de comitentes, ligados à Hedging-Griffo CV S/A. Esse segundo grupo por sua vez subdivide-se em dois subgrupos, de pessoas naturais e jurídicas e de fundos administrados e/ou geridos pela Hedging-Griffo. Os clientes pessoas naturais da corretora eram: Christian Caradonna Keleti, Dorival Kazuhiko Kawakami, Celso Emilio Stephano, Izaias Ferreira da Silva, Jorge Wilhelm, Judit Maria Hegedus, Samantha Lea Hegedus, Panagiotis Vlahos e Raul Medici Ferreira.

O Sr. Christian Caradonna Keleti havia sido estagiário da corretora Hedging-Griffo em 2001 e declarou conhecer o Sr. Adriano Junqueira Franco, colega dos tempos da faculdade, além de outra pessoa, seu colega na corretora, não tendo a Comissão de Inquérito encontrado nada que desabonasse esta pessoa.

O Sr. Christian Caradonna Keleti, era usualmente atendido pelo operador Sr. Dorival Kazuhiko Kawakami, com quem trocava idéias sobre o mercado, e, à época, não atendia clientes da corretora, mas indicava negócios para duas amigas que havia apresentado à corretora, as Sras. Samantha Lea Hegedus e sua filha Judit Maria Hegedus.

Assim, muito embora tanto o Sr. Adriano Junqueira Franco como o Sr. Christian Caradonna Keleti, e aliás, muitos dos demais investigados, tenham salientado jamais terem em momento algum discutido o assunto COPEL uns com os outros, o fato é que o Sr. Christian Caradonna Keleti telefonou para a Sra. Judit Maria Hegedus, dizendo que havia comprado para si ações COPEL ON e que indicava tal compra também a ela, que representava a mãe, à época no Exterior.

As Sras. Samantha Lea Hegedus e Judit Maria Hegedus confirmaram manter relações de amizade com o Sr. Christian Caradonna Keleti, que lhes indicava operações a serem realizadas em bolsa, tendo sido o caso das compras de COPEL ON realizadas em julho de 2001. Em 20/07/01, a Sra. Judit Maria Hegedus comprou, por R\$28.800,00, 1.800.000 ações, e a Sra. Samantha Lea Hegedus em 24/07/01 comprou, por R\$21.120,00, 1.200.000 ações. Elas eram atendidas pelo operador Dorival Kazuhiko Kawakami.

Esse operador de mesa da corretora também atendia outros clientes que compraram ações naquele período. Eram eles: os Srs. Celso Emilio Stephano (em 24/07/01 comprou, por R\$17.770,00, 1.000.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$20.250,00), Izaias Ferreira da Silva (em 17/07/01 comprou, por R\$62.440,00, 3.800.000 ações), Jorge Wilhelm (em 18/07/01 comprou, por R\$16.050,00, 1.000.000 ações), Panagiotis Vlahos (em 24/07/01 comprou, por R\$60.460,00, 3.400.000 ações, vendidas em 30/07/01 por R\$69.700,00) e Raul Medici Ferreira (em 20/07/01 comprou, por R\$31.141,00, 1.900.000 ações).

Dorival Kazuhiko Kawakami (que comprou, em 24/07/01, 1.000.000 ações por R\$17.700,00), no entanto, não se limitou a indicar a compra de COPEL ON para as pessoas físicas. Indicou a operação também para o Sr. Luis Stuhlberger, diretor da Hedging-Griffo responsável pela administração e gestão de carteiras, que, diante dessa indicação, orientou os fundos por ele administrados e geridos a incrementar suas compras do papel.

Cumpra observar que o operador de mesa da Hedging-Griffo, Sr. Dorival Kazuhiko Kawakami alegou, no depoimento prestado à Comissão de Inquérito, ter dois motivos de ordem fundamentalista para ter adquirido e indicado a aquisição das ações COPEL ON: tais ações seriam um bom investimento pois (1) os reservatórios da COPEL estavam situados em região não afetada pela seca, e assim a empresa não estaria sujeita a racionamento, e (2) o processo de

privatização da companhia gerava perspectivas de sua valorização. Sua fonte de informações sobre o desempenho das ações ON eram relatórios e noticiários.

Esses motivos são confirmados pelo diretor responsável pelo mercado de ações da Hedging-Griffo CV S/A, que entretanto declarou não saber o porquê das aquisições não se estenderem também às ações preferenciais.

Para o Sr. Luis Stuhlberger, esses eram os motivos que justificavam o fato de já manter posições no papel, posições ainda mantidas à época de seu depoimento. Mas havia outro motivo, que se acrescentava àqueles, para as novas aquisições. Com efeito, este diretor da Hedging-Griffo afirmou lembrar-se da existência de um "boato de mercado" acerca da privatização da COPEL e da realização de uma oferta pública, boato esse que chegara a seu conhecimento por meio da mesa de operações da corretora, mais especificamente pelo Sr. Dorival Kazuhiko Kawakami, não sabendo, porém, qual teria sido a fonte desse operador.

Seis fundos ligados à Hedging-Griffo adquiriram ações COPEL ON no período de 11 a 24/07/01. Foram eles: Valley Capital Holdings LLC, Utilities Emerging Markets Fund LLC, Hedging-Griffo Brazil Fund LLC, Hedging-Griffo Verde FIF, Hedging-Griffo Top FIF, Hedging-Griffo CAC FIF. Os três primeiros fundos eram administrados pela Hedging-Griffo CV S/A sob responsabilidade do diretor Luis Stuhlberger, enquanto que os três últimos eram administrados pela Hedging-Griffo CV S/A e geridos pela Hedging-Griffo Asset Management S/C Ltda, em que o referido senhor era o diretor responsável pela administração e gestão de carteiras.

Em especial, cumpre observar que o Valley Capital Holdings LLC é uma carteira de valores mobiliários de investidor estrangeiro, representada no Brasil pela Hedging-Griffo CV S/A para efeitos da Resolução CMN nº 2.689. Segundo o diretor Luis Stuhlberger, a corretora apenas executaria as ordens dadas diretamente pelo investidor, não exercendo qualquer atividade de gestão ou administração da carteira (fls. 5883-5885; cf. parágrafo 172 do relatório da CI). Destaque-se que 40% das compras desse fundo, totalizando 3.100.000 ações, foram efetuadas em 24/07/01, véspera da divulgação do fato relevante.

Os demais fundos haviam realizado negócios de compra, ou de compra e também de venda, antes de julho de 2001. O Utilities Emerging Markets Fund LLC, carteira de valores mobiliários de investidor estrangeiro gerida pela Hedging-Griffo Asset Management S/C Ltda, sob responsabilidade do diretor Luis Stuhlberger, adquiriu 33.300.000, correspondentes a R\$571.476,19, entre 20 e 24/07/01, incrementando sua posição comprada no papel.

Comitentes ligados ao grupo Intra.

Como já dito, o já mencionado Adriano Junqueira Franco, cliente da Fator Doria Atherino S/A CV, normalmente atendido por Roberto Valladares Hernandez, tinha dois amigos que, sem serem investidores habituais em COPEL ON, negociaram ações às vésperas da divulgação do fato relevante. Já tratamos do Sr. Christian Caradonna Keleti, cliente da Hedging-Griffo. Impõe-se agora expor as negociações do Sr. Luis Fernando Amatti Salem, cliente da corretora Intra, e das pessoas a quem alguma ligação com ele foi imputada pela Comissão de Inquérito.

O Sr. Luis Fernando Amatti Sallem declarou conhecer o Sr. Adriano Junqueira Franco e o Sr. Jorge Moyses Dib Neto, que estudou na mesma faculdade do declarante. Reconheceu ter mantido com eles algum contato em 2001, mas não se recordava de ter tratado de assuntos ligados à COPEL. Na corretora Fator Doria Atherino, o Sr. Luis Fernando Amatti Sallem era atendido pelo operador Daniel Serio; na corretora Intra, pelo operador Raul Street. O Sr. Luis Fernando Amatti Sallem em 23 e 24/07/01 adquiriu 1.000.000 ações, no valor de R\$17.579,00, vendendo-as por R\$20.505,00 nos dias 25 e 26/07/01.

O Sr. Raul Street, operador da Intra S/A CCV, era amigo de seus clientes Luis Fernando Amatti Salem, Carlos Alberto da Silva Bertolazzi e André Golabek Sanchez; conhecia também o sr. Roberto Valladares Hernandez, operador da Fator Doria Atherino S/A CV. O relatório da Comissão de Inquérito não menciona compras em nome do Sr. Raul Street entre 11 e 24/07/01.

Os clientes da Intra, Srs. Carlos Alberto da Silva Bertolazzi e André Golabek Sanchez também não haviam negociado com COPEL anteriormente a julho de 2001, mas adquiriram ações COPEL ON em 24/07/01. Carlos Alberto da Silva Bertolazzi, sem nenhuma outra motivação a não ser a orientação do Sr. Raul Street, adquiriu, por R\$7.160,00, 400.000 ações, vendidas em 25/07/01 por R\$8.204,00. André Golabek Sanchez adquiriu na mesma data a mesma quantidade e valor, e vendeu em 25 e 26/07/01, por valor global de R\$8.202,00. O Sr. Carlos Alberto da Silva Bertolazzi declarou que jogava golfe com o Sr. Luis Fernando Amatti Sallem, que acreditava ser conhecido também do Sr. Raul Street, pois o Sr. Raul Street ou sua mulher teriam sido sócios em um restaurante de um parente do Sr. Luis Fernando Amatti Sallem.

Comitentes sem ligações conhecidas.

A grande maioria das negociações feitas por comitentes não habituais de COPEL no período entre 11 e 24/07/01 foi feita pelas pessoas referidas acima. Todavia, foram feitas também aquisições por comitentes habituais, que costumavam negociar COPEL ON, e foram feitas também aquisições por outros comitentes acerca dos quais a Comissão de Inquérito entendeu não haver indício de uso de informação privilegiada.

Com efeito, um empregado da COPEL comprou 300.000 ações COPEL ON em 11/07/01. Todavia, esse senhor não havia sequer participado do processo de desestatização da empresa e, além disso, sua compra foi feita antes que a informação sobre a realização da oferta pública espontânea chegasse à companhia. Outra pessoa realizou compras exclusivamente em 24/07/01, mas não tinha qualquer ligação conhecida com as pessoas que haviam tido acesso à informação privilegiada.

Finalmente, uma palavra tem de ser dita a respeito do comitente vendedor que atuou como contraparte da Plural Fundo de Investimento Financeiro Max 60 Dias nas operações casadas em que este financiara clientes pessoas físicas da corretora. O comitente, banco múltiplo, atuou através da Fator Doria Atherino S/A CV e justificou, por intermédio de seu diretor de tesouraria e responsável pela gestão da carteira própria do banco (fls. 3946), que a venda de ações ordinárias em 24/07/01 foi motivada pelo interesse de trocar as ações ON, detidas na carteira, por ações PN, pois naquele momento a cotação das ON chegara a ultrapassar levemente a das PN e que a troca fora feita por meio de ADR.

Imputações

Assim, foram imputadas duas acusações: uma de descumprimento, por pessoas que negociaram ou indicaram a negociação de valores mobiliários sob a informação privilegiada, em infração ao artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84, vigente à época, e outra de infração às normas de conduta previstas nos incisos II e IV do artigo 14 da Instrução CVM n.º 306/99, por administradores de carteiras de valores mobiliários

A Instrução CVM nº 31/84, em seu artigo 11, caput e PU, dispõe:

"Art. 11 - É vedada, como prática não eqüitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

Parágrafo único - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado."

Já a Instrução CVM nº 306/99, nos dispositivos citados diz:

"Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...)

II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão;

(...)

IV - evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes

(...);"

Diante dos fatos apurados, a Comissão de Inquérito concluiu pela responsabilização (1.º) por infração à instrução CVM n.º 31/84, art. 11, parágrafo único, (a) Fator Projetos e Assessoria Ltda, seu diretor Sr. Venilton Tadini e os profissionais a ele subordinados, sr. Carlos Daniel Rizzo da Fonseca e dr. Flávio Fukumoto; (b) os fundos Plural FIA, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar e Fator FEB FMIA CL; (c) Fator Brasil Fund Ltd. e seu *investment advisor*, FAR Asset Management Ltd., (d) Fator Doria Atherino S/A CVM, e seu diretor responsável pelo mercado de ações, Armenio dos Santos Gaspar Neto; (e) os funcionários da Fator Doria Atherino S/A CV, Rodrigo G Moliterno, Roberto Marco Borges, Marcelo Marcondes Machado Giuliano, Roberto Valladares e Daniel Serio; (f) os clientes da Fator Doria Atherino S/A CV, Marcelo Iasi Brandão, Marcos Iasi Brandão, Antonio Carlos Dias Ferrari,

Heloisa Helena Maia Campos, Rubens Sette Simonsen Filho, Rosemeire Vieira Piovezan Alcantara, Adriano Junqueira Franco e Jorge Moyses Dib Neto; (g) o operador da Hedging-Griffo CV S/A, Dorival Kazuhiko Kawakami; (h) os clientes da Hedging-Griffo CV S/A, Christian Caradonna Keleti, Judit Maria Hegedus, Samantha Lea Hegedus, Celso Emilio Stephano, Izaías Ferreira da Silva, Jorge Wilhelm, Panagiotis Vlahos e Raul Medici Ferreira; (i) os fundos Valley Capital Holdings LLC, Hedging-Griffo Brazil Fund, Utilities Emerging Markets Fund LLC, Hedging-Griffo Verde FIF, Hedging-Griffo Top FIF e Hedging-Griffo CAC FIF; (j) o operador da Intra S/A CCV, Raul Arens Street; os clientes da Intra S/A CCV, Luis Fernando Amatti Salem, Carlos Alberto da Silva Bertolazzi e André Golabek Sanchez. e por infração à Instrução CVM n.º 31/84, art. 11, parágrafo único, bem como das normas de conduta previstas pela Instrução CVM n.º 306/99, art. 14, incisos II e IV, (a) o Banco Fator S/A, a FAR – Fator Administração de Recursos Ltda e a FAR S/A DTVM, bem como seus diretores Srs. Carlos Alberto Paes Barreto e Walter Appel; (b) a Hedging-Griffo Asset Management S/C Ltda., bem como o seu diretor responsável pela administração e gestão de fundos de investimentos, Luis Stuhlberger.

Defesas apresentadas

FAR (Fator Administração de Recursos Ltda), Plural Fundo de Investimento em Ações, Fundo Mútuo Investimento em Ações Carteira Livre Plural Setor Energético, Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre Plural Jaguar, Fator FEB Fundo Mútuo de Investimento em Ações Carteira Livre; Far – Asset Management, Fator Brazil Fund Ltd. e Walter Appel.

Após apresentar breve resumo da acusação e uma digressão sobre os fatos, os Defendentes, na peça de fls. 7.408-7.455, tratam do mérito, estruturando seu argumento em cinco partes. Primeiro, expõem o que entenderam serem os equívocos da Comissão de Inquérito. Segundo, buscam refutar que teriam adquirido ações para se beneficiarem do preço que viesse a ser praticado em eventual oferta pública futura. Nesta parte, (a) discorrem sobre as dúvidas existentes sobre as questões relativas à oferta, (b) buscam refutar que os profissionais da Fator tivessem "se apressado" em lançar a idéia da oferta espontânea para obter vantagens, e (c) buscam demonstrar a existência de justificativas econômicas para a aquisição. Na terceira parte, tratam da "impossibilidade jurídica" de optar-se pela presunção, diante da alegada existência de fatos e razões econômicas inequívocos. Na quarta parte, alegam que não teria havido fluxo de informações entre a Fator Projetos e o "braço investidor" do grupo. Por fim, apresentam suas conclusões, comprometendo-se a apresentar proposta de Termo de Compromisso.

Para os Defendentes, a Comissão de Inquérito teria cometido três equívocos. Primeiro, por não ter alcançado conclusões "minimamente concretas" de que o braço investidor das empresas Fator teria, de fato, conhecimento de informações sobre as tratativas com relação à questão da realização ou não da oferta pública. Segundo, por ter fundado a acusação sobre a certeza que os defendentes teriam da realização do leilão de oferta pública aos minoritários, e que tal certeza aumentaria a cada dia, havendo absoluta incorreção da sustentação fática da acusação, pois o período mais próximo ao Fato Relevante era o mais incerto do ponto de vista da realização da oferta pública aos minoritários, como a acusação erroneamente teria entendido. Terceiro, a Comissão de Inquérito, ao utilizar a expressão de que os profissionais da Fator teriam "se apressado" em lançar a idéia da oferta pública induziria a um entendimento de que haveria ali um interesse não declarado de obter vantagens nas negociações com ações COPEL ON sendo tal noção absolutamente falsa.

Alega a defesa que no caso dos membros do Consórcio Diamante tenham sido informados por seus advogados em 11/07/01 de que não subsistia a obrigatoriedade da oferta pública, o período suspeito, se houvesse, seria o anterior a 11/07/01, e não o compreendido entre 11 e 24/07/01, como considerado pela CVM. Esse seria justamente o período de maiores dúvidas, pois mesmo após a decisão de realização de oferta espontânea, subsistiam dúvidas, concernentes a se o Estado do Paraná, o BNDESPar e a própria COPEL concordariam se, diante do disposto pela Instrução CVM n.º 229, tal oferta poderia ser realizada por preço acima do de mercado, mas abaixo do de controle, e se, também diante da Instrução n.º 229, art. 6.º, inciso XII, combinado com art. 22, a realização da oferta não implicaria obrigação de recompra de debêntures em circulação.

Os Defendentes alegam, ainda, não haver qualquer declaração nos autos no sentido de que os Defendentes ter-se-iam "apressado" a propor a manutenção da oferta espontânea. A verdadeira motivação da Fator em propor a realização da oferta pública não seria apenas, como afirmado nos depoimentos, a perspectiva de melhorar a imagem da companhia perante ao mercado, nem a de gerar benefícios para os minoritários, mas sim o de obter um "fee" a mais, pelo fato de prestar mais serviços ao Estado do Paraná.

Com efeito, a realização da oferta pública possibilitaria à Fator obter uma comissão de 0,7% sobre o valor de todas as ações ordinárias em circulação, supondo a adesão de todos os minoritários à oferta, o que equivaleria a aproximadamente R\$3,8 milhões para a Fator. Igual raciocínio teria motivado o Dresdner a empenhar-se pela

realização da oferta pública espontânea.

Acerca da motivação econômica que teria levado o grupo Fator a adquirir ações ordinárias da COPEL, os Defendentes buscam demonstrar que diversas análises de mercado apontavam para a oportunidade de aquisição de ações ordinárias, diante da perspectiva de sua valorização com a alteração da lei das S/A, em tramitação à época, que viria a reintroduzir a obrigatoriedade de oferta pública aos ordinaristas nos casos de alienação de controle. Tal orientação, ademais, seria confirmada pelo então recente precedente da CELG – Companhia Energética do Estado de Goiás, que, em assembléia realizada uma semana antes, em 06/07/01, teria decidido conceder o *tag along* aos seus minoritários. Acrescentando os motivos de ordem fundamentalista já declinados.

A demonstração da motivação econômica das decisões de investimento seria suficiente para descaracterizar o ilícito imputado aos Defendentes. Em julgados anteriores, a CVM teria admitido que a venda de ações pelo controlador que antevia a possível quebra da companhia, como modo de levantar recursos para salvar a empresa, não caracterizaria *insider trading*, justamente por haver uma justificativa econômica (IA CVM n.º 007/91) para a venda.

Assim, mesmo que não se pudesse aceitar a prova da motivação econômica como suficiente para provar fato incompatível com o fato imputado aos Defendentes dever-se-ia presumir sua inocência.

Outrossim, o ilícito de *insider trading* exigiria, para sua caracterização, a presença de três elementos (informação privilegiada, negociação e motivação), e não apenas de dois, como pretenderia a Comissão de Inquérito. Com efeito, seria necessário que a decisão do investidor derivasse "especificamente do fato de conhecimento da informação e não de outras razões quaisquer existentes". Nesse sentido estaria a manifestação de Luiz Tavares Pereira Filho no Parecer/CVM/SJU/n.º022/81 (referente ao IA CVM n.º 014/80), além de diversas manifestações da *Securities and Exchange Commission* norte-americana, citadas na peça de defesa.

Ora, segundo os Defendentes, mesmo admitida a posse das informações, não teriam sido elas a motivação da negociação, conforme já exposto. Por outro lado, não teria havido a posse das informações pelo "braço investidor" do grupo Fator.

Alegam os Defendentes que qualquer detentor de informações privilegiadas deveria ter adquirido ações antes, e não depois, de 11/07/01, visto que após essa data a incerteza sobre a realização da oferta seria maior que antes.

Segundo, a própria estrutura do grupo Fator impediria o fluxo de informações. O fato do Sr. Walter Appel ser, além de diretor responsável pela gestão de carteiras da FAR – Fator Administração de Recursos Ltda., diretor-gerente e um dos sócios controladores indiretos da Fator Projetos, não seria suficiente para que tivesse "inegável acesso a todas as informações da Fator projetos e Assessoria e ingerência sobre todas as atividades e decisões desta última", pois "não é assim que se dá na prática, e nem todas as informações relacionadas a projetos específicos das empresas indiretamente controladas por determinada pessoa física de fato chegam a seu conhecimento. Assumir isso seria de uma falta de senso de realidade incontestável (além de uma presunção não acolhida pelo Direito nem mesmo em casos de *insider trading*)".

Ao contrário, para os Defendentes, o Sr. Walter Appel era o diretor encarregado de gerir a FAR, bem como os fundos por esta administrados, enquanto o Sr. Francisco Carvalho Pierotti era o diretor responsável pela Fator Projetos. "Apesar desta aparentemente informal divisão, as normas das empresas Fator atinentes a políticas de *Chinese Wall* são, e já o eram à época dos fatos ocorridos, extremamente rígidas, sem fazer qualquer distinção entre sócio, administrador ou empregado".

O grupo Fator disporia de um sistema de *Chinese Wall* constituído por três manuais: de Organização, de Controle Interno, e de Normas e Procedimentos dos Produtos/Operações das empresas Fator. No Manual de Organização, arts. 4.º e 7.º, haveria previsão expressa do dever de sócios e administradores guardarem sigilo das informações e da vedação de eles utilizarem as informações para a obtenção de ganhos. Além disso, para a SEC, haveria diversas diretrizes para assegurar uma política adequada de implementação de *Chinese Wall*, política essa já contemplada pelos instrumentos internos do grupo Fator.

Além disso, a posição do Sr. Walter Appel não lhe daria os poderes considerados inegáveis pela Comissão de Inquérito, pois como sócio indireto não teria acesso a informações.

Outro argumento apresentado pelos Defendentes é o fundado na distinção entre o *insider trading* praticado por administrador, e o praticado por investidor de mercado. Somente sobre o primeiro recairia uma presunção relativa de posse das informações, jamais para o segundo, como seria o caso do Defendente. Nesse sentido, o voto do Dr. Marcelo Trindade no IA n.º 013/00. Como o Sr. Walter Appel não era nem controlador nem administrador da COPEL, e como não negociou com ações de empresa sob seu controle, não se poderia "presumir que conhecia as tratativas que

estavam sendo conduzidas pela equipe que assessorou a COPEL, até porque suas atribuições operacionais se situavam no 'braço investidor' de outra empresa".

Por fim, expõem os Defendentes que, "tendo negociado com COPEL ON no período de 12 a 24 de julho de 2001, foram os Defendentes surpreendidos quando, em 25 de julho, daquele mês, foi publicado o Fato Relevante sobre a possível Oferta Pública".

Banco Fator S/A, FAR S/A DTVM, Carlos Alberto Paes Barreto, Fator Projetos e Assessoria Ltda, Fator Dória Atherino S/A CVM, Armênio dos Santos Gaspar Neto, Venilton Tadini, Carlos Daniel Rizzo da Fonseca e Flávio Fukumoto.

Preliminarmente, propõem os Defendentes, na cuidadosamente elaborada peça de defesa de fls. 7.340-7.396, a celebração de termo de compromisso. A seguir, apresentam uma síntese dos fatos e das acusações. No mérito, a peça de defesa estrutura-se em sete partes, a que se segue a conclusão.

Na primeira parte, buscam os Defendentes demonstrar a inépcia das acusações, alegadamente por falta de individualização das condutas. Na segunda parte, buscam demonstrar que, ante a alegada impossibilidade de punição de pessoa jurídica por uso de informação privilegiada, as acusações formuladas contra a Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda., Banco Fator S/A, FAR S/A DTVM e Fator Doria Atherino S/A CV seriam descabidas.

Na terceira parte, buscam demonstrar a atipicidade das condutas imputadas a Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda., ao Srs. Venilton Tadini, Carlos Daniel Rizzo da Fonseca e Flávio Fukumoto. Na quarta parte, sustentam a inaplicabilidade ao Banco Fator S/A, à FAR S/A DTVM e ao Sr. Carlos Alberto Paes Barreto da responsabilização por descumprimento do disposto pela Instrução CVM n.º 306/99, art. 14, incisos II e IV. Semelhantemente, na quinta parte sustentam a impossibilidade de responsabilização por *insider trading* do Banco Fator S/A, da FAR S/A DTVM e do sr. Carlos Alberto Paes Barreto, devido à alegada inexistência de conduta punível.

Na sexta parte, os Defendentes buscam demonstrar a improcedência do relatório de acusação por incompatibilidades entre as conclusões da Comissão de Inquérito e as evidências dos autos. Na sétima e última parte, buscam sustentar a fragilidade das provas indiciárias colhidas pela Comissão de Inquérito, expondo articuladamente as razões de Defesa concernentes a esse tópico e aplicáveis a cada um dos Defendentes.

Convém dedicarmos a cada uma dessas partes tratamento separado.

Inépcia das acusações por falta de individualização das condutas.

A Comissão de Inquérito ter-se-ia limitado a identificar um vínculo entre os possuidores da informação e os compradores, vínculo esse consistente na existência de uma relação de conhecimento mútuo ou da participação comum em um mesmo grupo empresarial. A partir, teria construído um dogma, em que se fundaria a tese acusatória. Com efeito, para os Defendentes, o *insider trading* seria um ilícito que teria como tipo subjetivo o dolo específico, ou seja, a vontade de beneficiar a si ou a outrem através da negociação com valores mobiliários, em situação informacional vantajosa frente aos demais investidores no mercado. Outrossim, tal conduta exigiria a presença de um tipo objetivo, consubstanciado no ato de "negociar com valores mobiliários".

Mas a Comissão de Inquérito teria descuidado de identificar, individualizadamente, a conduta de cada Defendente e de comprovar a exata medida em que cada conduta de fato teria violado a norma administrativa. Essas falhas conduziram à total inépcia do Relatório da Comissão de Inquérito.

Impossibilidade de punição de pessoa jurídica por uso de informação privilegiada.

A falta de critério da Comissão de Inquérito tê-la-ia levado a responsabilizar pessoas jurídicas "por um ato que, em essência, só pode ser praticado por uma pessoa natural, jamais uma empresa" (*sic*), pois o *insider trading* exigiria a presença comprovada do elemento subjetivo, consubstanciado no dolo específico. Além disso, segundo doutrina citada (fls. 7.348), o entendimento outrora firmado na CVM seria o de que a existência de benefício econômico para as pessoas jurídicas seria *conditio sine qua non* para a apenação por *insider trading*.

Atipicidade das condutas imputadas a Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda., ao Sr. Venilton Tadini, ao Sr. Carlos Daniel Rizzo da Fonseca e ao Dr. Flávio Fukumoto.

A conduta atribuída pela Comissão de Inquérito aos Defendentes acima não seria punível pela legislação societária e do mercado de capitais, e muito menos pela regulamentação (*sic*) baixada pela CVM. Com efeito, para os Defendentes, não se encontraria nos autos, e muito menos no relatório da Comissão de Inquérito, qualquer elemento que leve à conclusão de que os Defendentes tenham comprado ações COPEL ON no período analisado.

Com efeito, os Defendentes acima teriam sido acusados tão-somente por um suposto "vazamento" da informação privilegiada. Ademais, nada haveria nos autos que conduzisse à conclusão de que eles teriam efetivamente repassado a informação atinente à possível realização da oferta pública, motivo pelo qual sua conduta careceria de tipificação.

Além disso, argumentam os Defendentes, ainda que se admitisse, para argumentar, que eles tivessem transmitido uma informação privilegiada a outras pessoas do grupo Fator, não se lhes aplicaria o art. 9.º, pois eles não teriam tido acesso a tal informação na qualidade de administradores ou controladores da COPEL, qualidade essa que seria insuscetível de extensão analógica.

Citam, em apoio ao argumento, a lição do ilustre prof. Nelson Laks Eizirik, para quem o dever de guardar sigilo sobre informações relevantes (subentende-se até a regular divulgação) incumbe aos administradores e controladores. Já o dever de não utilizar incumbiria também a quaisquer pessoas que, no exercício profissional, tiveram acesso à informação, bem como a quaisquer pessoas que, tendo tido acesso a informação, saiba tratar-se de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado (Instrução CVM n.º 031/84, arts. 2.º, 10 e 11). Por conseguinte, para o referido doutrinador, citado pelos Defendentes, um auditor independente contratado pela companhia, em razão de sua atividade, descobre um fato relevante, está proibido de negociar com os valores mobiliários emitidos pela companhia, mas não está obrigado a divulgar fato relevante, nem a guardar sigilo acerca da existência dessa informação: poderia portanto, para o prof. Eizirik, dar *tips* (dicas) a terceiro, sem que tal fato acarretasse sua responsabilidade administrativa.

Inaplicabilidade ao Banco Fator S/A, à FAR S/A DTVM e ao Sr. Carlos Alberto Paes Barreto da responsabilização por descumprimento do disposto pela Instrução CVM n.º 306/99, art. 14, incisos II e IV.

Estes Defendentes, embora administradores dos citados fundos de investimento, não seriam gestores das respectivas carteiras, tarefa atribuída a terceiros. Assim, não teriam qualquer participação nas decisões de investimento, nem na consecução delas. Tal fato teria sido reconhecido pela Comissão de Inquérito, que porém não lhe teria dado o devido valor. Com efeito, a Instrução CVM n.º 302/99, art. 50, parágrafo único, admitia que o administrador contratasse terceiros para gerir a carteira do fundo. A atividade de administração estaria sujeita à Instrução CVM n.º 302/99, enquanto a atividade de gestão estaria sujeita à Instrução CVM n.º 306/99.

Observam que o Fundo Plural FIF Max 60 Dias era um fundo de renda fixa, não sujeito, mormente à época dos fatos, ao poder de polícia da CVM.

Inexistência de conduta punível de *insider trading* por Banco Fator S/A, da FAR S/A DTVM e do sr. Carlos Alberto Paes Barreto.

A configuração do ilícito de uso indevido de informação privilegiada exigiria a presença de um tipo objetivo caracterizado pela negociação com o valor mobiliário. Os Defendentes acima, embora administradores dos mencionados fundos, não tinham a atribuição de gerir suas respectivas carteiras, função que havia sido terceirizada. Inexistente portanto qualquer conduta desses Defendentes, impor-se-ia sua total absolvição.

Improcedência do relatório de acusação por incompatibilidades entre as conclusões da Comissão de Inquérito e as evidências dos autos.

As conclusões da Comissão de Inquérito não seriam fiéis à realidade e muito menos àquilo que ela própria teria apurado. Com efeito, anteriormente a 11/07/01, não teria havido dúvida quanto à necessidade de realização de oferta pública, mas sim prevaleceria o entendimento por sua obrigatoriedade. Todos os depoimentos corroborariam a existência de que tal entendimento era de consenso. Ora, as negociações teriam ocorrido exclusivamente durante o período posterior a 11.07.01, em que havia dúvida com relação à realização da oferta pública.

Neste ponto, a Comissão de Inquérito teria falhado na condução das investigações, atendo-se tão-somente a verificar que entre 11 e 24.07.01, ocorreram operações com COPEL ON das quais participaram pessoas com algum vínculo com os detentores da informação relativa à realização da oferta pública, para concluir pela responsabilização de todos.

No entanto, a Comissão de Inquérito teria descuidado de analisar o comportamento do papel, dia-a-dia durante o período investigado, para estabelecer em quais pregões deveriam recair as suspeitas.

Com efeito, para os Defendentes, os pregões de 04, 05 e 06/07/01 apresentaram uma média diária de volume de negociações 730% superior à média diária de 02 e 03/07/01, e aproximadamente 520% superior à média diária da semana anterior. Nesses dias, nenhum fundo ou pessoa vinculada ao grupo Fator teria negociado com tal ação. Esse aumento da liquidez aliada às expectativas positivas relacionadas à expectativa de valorização das ações ordinárias

pela Reforma da Lei das S/As, bem como a não-abrangência da companhia pelo racionamento de energia, eram os motivos que levaram às compras realizadas pelas carteiras administradas pelo grupo Fator em 12 e 13/07/01.

A Comissão teria também deixado de atentar para o expressivo aumento, de mais de 400%, de liquidez ocorrido em 20/07/01, data em que também não teria havido negociação praticada por fundos ou pessoas ligadas aos Defendentes. Esse aumento, porém, explicaria as compras realizadas nos pregões subseqüentes.

Tais explicações, embora prestadas pelo Sr. Walter Appel no depoimento (fls. 3828-3830) e constantes das atas das reuniões de 06 e 13/07/01, teria sido negligenciadas pela Comissão de Inquérito. Para os Defendentes, "o administrador das carteiras dos fundos segue um movimento altista do mercado de COPEL ON e a Comissão conclui que teria havido uso de informação privilegiada!".

Além disso, os Defendentes argumentam que seria "risível" que colocassem em risco a alta remuneração que o grupo obteria com a realização da oferta pública simplesmente para satisfazer o desejo de obter alguma vantagem financeira com o uso de informação privilegiada. "Muito menos se poderia admitir que tal oferta fosse concebida exclusivamente para esse fim".

Com efeito, assumindo a adesão de todos os acionistas ordinários e considerando a existência de pouco mais de 21,7 milhões de ações em circulação, e considerando o preço da oferta de R\$25,20 por lote de mil ações em 31/08/01, a oferta total equivaleria a pouco mais de R\$540 milhões, ensejando para o grupo uma comissão de aproximadamente R\$4 milhões, sem contar a atualização dos valores acima a partir de 31.08.01. Por outro lado, a Comissão de Inquérito teria apurado um lucro total de cerca de R\$270 mil pelas operações realizadas pelos fundos.

Por outro lado, continuam argumentando os Defendentes, ainda que tivessem a intenção de praticar *insider trading*, não teriam porque o fazer por intermédio de fundos de investimento, pois nesse caso seria revertido a seu favor apenas um pequeno percentual a título de uma possível taxa de performance.

Ao contrário, alegam os Defendentes, seu intuito era apenas possibilitar um ganho para os acionistas minoritários, e também que o Estado do Paraná aumentasse o lote a ser alienado no leilão de desestatização; a oferta pública lhe permitiria adquirir mais ações ordinárias a um preço inferior ao que seria efetivamente pago na privatização.

Acerca da divulgação do Fato Relevante, alegam que jamais teria havido determinação da CVM, na reunião de 24.07.01, no sentido da publicação. Além disso, a reunião teria ocorrido após o fechamento do mercado, sendo impossível afirmar, como teria feito a Comissão de Inquérito, "que a concentração de negócios com COPEL ON nos dias 23 e 24, como [teria sido] dito no Relatório, tenha-se dado em razão da divulgação desse fato relevante". Com efeito, se houvesse tal intenção, alegam, jamais teriam os próprios Defendentes solicitado a reunião com o Colegiado da CVM.

Fragilidade das provas indiciárias colhidas pela Comissão de Inquérito.

A acusação seria fundada exclusivamente em provas indiciárias sem robustez idônea a sustentá-la. Segundo a tipologia norte-americana, que classificaria os *insiders* em três tipos (*corporate insiders*, *insiders* não institucionais e *temporari insiders*, e *outsiders* ou *tippies*), apenas em relação aos *corporate insiders* seria admitido o emprego de indícios como meio de prova.

Os Defendentes estariam sendo responsabilizados por terem negociado com ações ordinárias da COPEL, enquadrando-se na categoria dos *insiders* de mercado ou *tippees*, mas tal imputação não seria legítima, sendo exigível que se lhes comprovasse inequivocamente que as operações estavam suportadas pelo conhecimento de fato relevante ainda não divulgado publicamente. Nesse sentido ter-se-ia pronunciado a ilustre Diretora Norma Jonssen Parente, afirmando que "para a configuração de *insider trading*, não se está admitindo qualquer tipo de indício [...] [mas] apenas presunções graves, precisas e concordes".

A "fertilidade das suposições da Comissão" de Inquérito seria tamanha, que a teria levado, por exemplo, a acusar o Defendente Dr. Flávio Fukumoto, cuja participação ter-se-ia limitado a responder a uma consulta jurídica acerca da obrigatoriedade de se efetuar a oferta pública, pelo simples fato de um dos "suspeitos" ter dito, em depoimento, conhecê-lo de uma reunião na Animec. Ora, o fato de um indivíduo alvo de investigações conhecer outro jamais poderia ser tido como prova de ilícito.

Acerca das acusações formuladas à Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda., alegam, em apertada síntese, a inexistência de qualquer prova de que tenha negociado com COPEL ON, e observam que isso não foi afirmado pela Comissão de Inquérito, acarretando portanto a inadmissibilidade de enquadramento dessa Defendente no ilícito de *insider trading*; ademais, tratando-se de pessoa jurídica, não poderia praticar o ilícito, que exige dolo subjetivo. Além

disso, não teria havido qualquer sentido econômico na operação, e essa Defendente dispunha de um manual de *compliance* cujas regras pautavam a atuação de seus profissionais.

Acerca das acusações ao Sr. Venilton Tadini, Sr. Carlos Daniel Rizzo da Fonseca e Dr. Flávio Fukumoto, alegam, em apertada síntese, que os Defendentes observavam o manual de *compliance*, que refletiria uma política de *chinese wall*, que não trataram do assunto da privatização da COPEL com qualquer diretor das empresas Fator, muito menos com o sr. Walter Appel, e que recomendaram a seus subordinados expresso sigilo sobre o assunto. Não seria possível condená-los sem afastar as assertivas acima.

Acerca do sr. Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, cunhado do sr. Marcos Iasi Brandão e Marcelo Iasi Brandão, buscam demonstrar, em apertada síntese, que o sr. Marcelo residia na Alemanha na época dos fatos, não tendo o menor contato com a Defendente, e era atendido, na corretora, pelo sr. Rodrigo G. Moliterno. Na única data em que comprou COPEL ON (24.07.01), por indicação do sr. Rodrigo G. Moliterno, dividiu seu investimento com ações da CPFL. Tal conduta seria incompatível com a de alguém que tivesse tido acesso à informação, assim como o seria o irrisório valor aplicado.

Em relação ao Banco Fator S/A, a FAR S/A DTVM e ao Sr. Carlos Alberto Paes Barreto, alegam, em apertada síntese, e após reiterar argumentos já aduzidos, que as peculiaridades relativas à movimentação da ação durante o período investigado condiziriam perfeitamente com as justificativas apresentadas pelo Sr. Walter Appel, e não com a tese desenvolvida pela Comissão.

Em relação especificamente ao Fundo Plural FIF Max 60 Dias, buscam ainda sustentar, em apertada síntese, que o *insider trading* teria por finalidade a obtenção de lucro, mediante a negociação fundada em informação privilegiada ainda não divulgada. Mas isso não poderia ser inferido pela análise das operações, pois esse fundo negociava habitualmente com o papel desde o primeiro semestre de 2001.

Em relação à Fator Doria Atherino S/A CV e ao Sr. Armênio dos Santos Gaspar Neto, repetem os Defendentes os argumentos já aduzidos, em particular a alegada inexistência quer do tipo objetivo, quer do subjetivo; os Defendentes não teriam negligenciado em zelar pela regularidade dos negócios, por não ter havido irregularidade alguma, e simplesmente porque qualquer providência adicional seria simplesmente a de proibir a aceitação de ordens de negociação do papel. Além disso, não haveria amparo legal ou normativo ("regulamentar") para responsabilizar uma Corretora por *insider trading* com fundamento em terem os operadores desta indicado ou negociado, em nome próprio, ações, que, segundo sua orientação, não deveriam ser indicadas para clientes. No máximo poder-se-ia esperar uma punição disciplinar aplicada pela própria Corretora a seus funcionários pelo descumprimento das normas internas, nunca uma punição pela CVM.

Acerca das operações para a carteira própria, alegam que a Comissão de Inquérito teria realizado verdadeira manipulação dos dados contidos no quadro lançado no item 96 do Relatório da Comissão de Inquérito. Primeiro, por o lote de 300 mil ações, por si ínfimo, destinado ao sr. Antônio Carlos Dias Ferrari, ter sido alegadamente compartilhado com a sr.^a Heloísa Helena Maia; segundo, por o lote de 5 milhões de ações, cuja compra fôra atribuída a "Marco Roberto Borges" (*sic*), teria na realidade sido adquirido pelo Hyposwiss, Swiss Mortgage and Commercial Bank, que foi devidamente inocentado pela Comissão de Inquérito no parágrafo 76 do relatório.

A Comissão também não teria percebido que o Sr. Antônio Carlos Dias Ferrari, Sr.^a Heloísa Helena Maia, Sr. Marcelo Iasi Brandão e Sr. Rubens Sette Simonsen Filho dividiram seus investimentos entre COPEL e CPFL, comportamento que para a Defesa não seria condizente com o de um detentor de informações privilegiadas.

Tais fatos apenas demonstrariam que a corretora indicava a seus clientes a realização de investimentos em ações de companhias do setor de energia.

Além disso, o próprio comportamento da Corretora seria pouco condizente com o de uma detentora de informações privilegiadas, visto ter adquirido apenas 11,2 milhões de ações das 75,2 milhões vendidas pelo BankBoston.

Os Defendentes concluem pedindo sua integral absolvição.

Rodrigo Grasso Moliterno, Marcelo Marcondes Machado Giuliano, Roberto Valladares Hernandez, Daniel Serio, Marcelo Iasi Brandão, Marcos Iasi Brandão, Antonio Carlos Dias Ferrari, Heloísa Helena Maia Campos, Rubens Sette Simonsen Filho

A peça de Defesa de fls. 7.827 a 7.848 divide-se em seis partes, das quais três tratam do mérito. Em duas partes preliminares, os Defendentes apresentam Proposta de Termo de Compromisso, e resumem, de modo genérico, as acusações. Na primeira parte a tratar do mérito, examinam as acusações formuladas contra cada um deles,

funcionários da Fator Doria Atherino CV, e clientes dessa mesma corretora; na segunda, buscam demonstrar que o conceito de *insider trading* e o procedimento adotado pela Comissão de Inquérito não autorizam sua responsabilização; na terceira, discorrem sobre o princípio da responsabilidade subjetiva; por fim, formulam seu pedido. Tratemos separadamente de cada parte referente ao mérito.

Acusações formuladas contra os Defendentes.

Em relação ao sr. Rodrigo Grasso Moliterno, os Defendentes alegam que esse senhor, operador da Fator Doria Atherino, atuava na mesa em São Paulo e atendia os clientes Antonio Carlos Dias Ferrari, Heloisa Helena Maia, Marcelo Iasi Brandão e Rubens Sette Simonsen Filho. Teria sido alertado para o aumento da liquidez e volume de COPEL ON por aplicativo existente dentro do sistema Bloomberg. Afirmam outrossim que o sr. Rodrigo G. Moliterno negociava habitualmente papéis de empresas de energia elétrica, e costumava operar em *day trade* ou operações de curto prazo, razão pela qual realizou imediatamente o lucro auferido com as ações COPEL ON.

O aumento da liquidez e volume se deveria às expectativas relacionadas à desestatização da empresa. O fato de ter negociado a termo em 23.07.01 perderia relevância diante do afirmado pela Comissão de Inquérito, no parágrafo 81 do Relatório, em que se afirmaria que essas compras não teriam chamado a atenção se não fosse a determinação da CVM de publicação do Fato Relevante. Por outro lado, não teria razão para a operação a termo, "se poderia esperar e realizá-la em data futura, próxima à divulgação do fato relevante". Isso demonstraria que ele não era um *insider* "e comprou as ações baseado em seus próprios estudos e convicções".

Em relação a Marcelo Marcondes Machado Giuliano, também operador da corretora, os Defendentes alegam que já vinha comprando e vendendo ações da COPEL desde março de 2001, e continuou até agosto de 2002. à época dos fatos, mantinha saldo disponível em conta-corrente no valor de R\$172.772,72. Se dispusesse de informação privilegiada, não se teria limitado a aplicar menos de 10% do saldo disponível.

Em relação a Roberto Valladares Hernandez, outro operador da corretora, os Defendentes alegam que ele não adquiriu para si ação alguma da COPEL, e não haveria suporte alguma para qualquer acusação, até por não ter realizado negócio algum com ações COPEL ON.

Em relação ao Sr. Daniel Serio, os Defendentes alegam que ele não adquiriu ações, e que sua participação limitou-se a suprir a eventual falta de algum operador, limitando-se a cumprir as ordens recebidas.

Em relação ao Sr. Marcelo Iasi Brandão, cliente da corretora, os Defendentes alegam que a aplicação de apenas R\$8.448,00 em COPEL ON não seria coerente com alguém que dispunha de disponibilidades, em contas da corretora, no valor de R\$18,4 mil. "Era atendido pelo operador Rodrigo Moliterno, o qual lhe recomendava operações, mesmo no período em que esteve na Alemanha, sendo irrelevante o meio de comunicação utilizado para tal".

Em relação ao Sr. Marcos Iasi Brandão, cliente da corretora, alegam que, "por ter pouco conhecimento do mercado acionário", efetuou suas compras por indicação do sr. Rodrigo G. Moliterno, e que "era aplicador habitual em operações a termo com ações".

Em relação ao Sr. Antonio Carlos Dias Ferrari, os Defendentes implicitamente alegam que ter aplicado apenas R\$3.168,00 em ações COPEL ON seria incompatível com alguém que dispusesse de informações privilegiadas e tivesse disponibilidades em conta-corrente com a corretora no valor de R\$4.489,71. Também seguia as indicações do Sr. Rodrigo G. Moliterno, sem jamais se preocupar em conhecer-lhes os motivos.

Em relação à Sr.^a Heloisa Helena Maia Campos, repetem os Defendentes o argumento de que adquiriu apenas R\$10.912,00, quando dispunha de disponibilidades no valor de R\$26.060,32, e que seguia as indicações do sr. Rodrigo G. Moliterno, sem perquirir-lhe os motivos.

Em relação ao Sr. Rubens Sette Simonsen Filho, os Defendentes alegam que adquiriu R\$12.672,00, quando dispunha de recursos não aplicados da ordem de R\$14 mil; na mesma data, adquiriu ações da Transmissão Paulista, revendendo-as no dia seguinte com lucro de R\$45,00. Não pode garantir que tenha adquirido por indicação do sr. Rodrigo G. Moliterno, embora seja provável que isso tenha acontecido.

Os Defendentes alegam ainda que, mesmo que se tivesse comprovado a utilização de informação privilegiada, seria aplicável o princípio da insignificância ou crime de bagatela, em virtude dos pequenos valores das operações e dos lucros economicamente irrelevantes auferidos. Tal princípio teria pacífica aceitação pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Conceito de *insider trading*; procedimento da Comissão de Inquérito.

Para os Defendentes, não haveria como distinguir as compras resultantes do exame do comportamento das ações nas bolsas, de análises do próprio desempenho do setor ou da companhia, ou de múltiplas outras formas de tomar decisão de compra, das resultantes de informação privilegiada. Mesmo em casos em que tenha realmente havido vazamentos, não haveria como saber quais as fontes de transmissão das informações, pois o efeito multiplicador da divulgação "boca-a-boca" seria muito grande. Não haveria, também, como comprovar que os compradores das ações se utilizaram de informação privilegiada e sabiam desse fato. Assim, não se poderia distinguir os Defendentes de inúmeros outros investidores com compras inferiores a R\$300.000,00.

Além disso, não seria possível condenar com base em indícios nos chamados *insiders* "de mercado". Tal entendimento teria sido perfilhado por esta CVM nos IAs n.º002/85 e 013/00.

Contrariamente a essa orientação, a Comissão de Inquérito teria concluído pela "responsabilização de toda e qualquer pessoa que tivesse comprado ações ordinárias da COPEL, no período apurado, que pudesse apresentar 'ligação', de qualquer natureza e por menor que fosse, com os indivíduos que atuavam no processo de privatização daquela companhia".

Por fim, citando a ilustre Diretora Norma Jonssen Parente, alegam que "mesmo em se tratando de não administrador, o '*insider trading*' pode e deve ser reconhecido se os indícios levarem a essa conclusão. Portanto, entendo que a partir de indícios graves, precisos e concorrentes se possa também presumir a responsabilidade de não administradores, ainda que não decorra da presunção "*juris tantum*".

Princípio da responsabilidade subjetiva.

Para os Defendentes, a individualização das condutas seria requisito constitucional para a aplicação de sanção administrativa, e originar-se-ia do princípio da individualização da pena e da impossibilidade de se fazer responsável uma pessoa por ato alheio. A Comissão de Inquérito teria descuidado de individualizar a conduta de cada Defendente, levando à total inépcia de seu relatório.

Em decorrência, requerem a absolvição dos Defendentes, com julgamento de improcedência das acusações que lhes são formuladas, para o arquivamento do presente "inquérito" administrativo.

Adriano Junqueira Franco.

O Sr. Adriano Junqueira Franco, em sua peça de defesa de fls. 7.954-7.962, em apertada síntese, alega basicamente que desde 1998 era cliente investidor individual da Fator Doria Atherino S/A CV, tendo adquirido, em 23 e 24.07.01, 800.000 ações COPEL ON, em três operações que totalizaram o montante de R\$14.020,00, tendo em 26.07.01 vendido 200.00 ações. Em seu depoimento, informara que nunca recebia indicações, recomendações e sugestões dos operadores, e que suas decisões de investimento nessas ações decorreram de acreditar se a companhia uma boa empresa, que estava prestes a ser privatizada. Esclareceu ainda conhecer duas pessoas mencionadas no presente inquérito, tendo porém informado não ter tratado com tais pessoas sobre assuntos relacionados à COPEL, o que teria foi confirmado em todos os demais depoimentos em que se mencionou o nome do Defendente.

Alega que os elementos trazidos pela Comissão de Inquérito seria insuficientes para demonstrar que o Defendente tenha tido conhecimento da possível realização da oferta pública. Sua ausência de conhecimento se provaria pelo fato de não ter tido qualquer contato, relação ou sequer conhecer as pessoas citadas no inquérito como diretamente envolvidas na referida operação de privatização. O Defendente reitera não ter tido acesso a quaisquer informações senão as públicas e abertas ao mercado. Ressalta ser investidor habitual e que o valor das negociações está dentro do curso normal de suas operações.

Informa ser engenheiro civil e trabalhar como administrador de empresa de engenharia, e há tempo acompanha o mercado de capitais através dos meios públicos e costumeiros de informação e pesquisa. Assim, verificou que ações ordinárias seriam uma boa opção em razão do processo de privatização; operações com COPEL ON não seriam novidade para ele, que em 1999 teria realizado diversas negociações com tal papel; e negociou, em fevereiro de 2000, ações da Cemig, companhia do mesmo setor energético que a COPEL.

Ao constatar o substancial aumento de volume de negociação de COPEL ON em julho de 2001, e constatando que essas ações possuíam retrospecto e clara tendência de apreciação, decidiu adquiri-las. A afirmação de que teria sido motivado pela posse de informações privilegiadas não faria sentido, pois não explicaria o fato de ter adquirido quantidade reduzida do papel, quando dispunha de outros papéis de elevada liquidez dos quais não se desfez para adquirir quantidade maior de ações; após a divulgação do fato relevante, vendeu apenas 200.000 ações, mantendo 600.000, que negociou somente em setembro e outubro seguintes.

Tal operação rendeu-lhe um ganho da módica quantia de R\$750,00, e o ganho total obtido foi de apenas R\$3.812,00, suscitando assim em seu favor a aplicação do princípio da insignificância.

Por esses argumentos, apertadamente sintetizados, pede sua absolvição.

Hedging-Griffo Brazil Fund, Hedging-Griffo Verde FIF, Hedging-Griffo Top FIF, Hedging-Griffo Carteira Administrada Cambial FIF, Utilities Emerging Markets Fund LLC, Christian Caradonna Keleti, Judit Maria Hegedus, Samantha Lea Hegedus, Celso Emilio Stephano, Izaías Ferreira da Silva, Jorge Wilhelm, Panagiotis Vlahos, Raul Medici Ferreira, Valley Capital Holdings LLC, E Dorival Kazuhiko Kawakami

A extensa peça de defesa, com 76 páginas e 327 parágrafos (fls. 7.130-7.205), é dividida em oito partes. As quatro primeiras partes referem-se à tempestividade, ao objeto do inquérito, aos fatos, à acusação. Em uma quinta parte, os Defendentes alegam preliminarmente a inépcia da acusação. A sexta parte trata do mérito, e por sua vez subdivide-se em sete seções: as quatro primeiras têm caráter geral e tratam dos antecedentes, do alegado equívoco de inclusão dos Defendentes, da não-configuração de *insider trading* ou prática não-eqüitativa, e da ausência de prova do ilícito. As três últimas seções são individualizadas e apresentam a defesa de cada um dos Defendentes, a saber os fundos, os clientes da Hedging-Griffo, e finalmente a defesa do operador sr. Dorival Kazuhiko Kawakami. A sétima parte trata da função utilitária da pena administrativa, e a oitava parte traz as conclusões e o pedido.

Como mencionado, após buscar demonstrar a tempestividade da defesa, e apresentar o objeto do inquérito, um resumo dos fatos e dos dispositivos legais cuja infração se lhes atribui, os Defendentes alegam preliminarmente a inépcia da acusação, pois não haveria, no Relatório da Comissão de Inquérito, formulação clara, individualizada e precisa de qual a participação de cada um dos Defendentes "na alegada efetivação de 'prática não-eqüitativa' decorrente de negociação com os valores mobiliários da COPEL". A vedação à Administração Pública de acusar sem indicar com clareza, precisão e individualização quais as condutas ilícitas infringiria o Estado de Direito, conforme decisões do Supremo Tribunal Federal citadas, e conforme o ensinamento do ilustre prof. Hely Lopes Meirelles, também citado.

Por outro lado, na sétima parte da peça de defesa, os Defendentes acrescentam, "apenas como referência doutrinária", que uma das condições de validade dos atos administrativos decorrentes do poder de polícia seria a proporcionalidade entre a sanção e o benefício social almejado, diante da função utilitária que deveria sublimar o caráter meramente punitivo da pena administrativa. Os Defendentes alegam que não teriam causado qualquer prejuízo aos investidores com quem negociaram, ou ao mercado, pois sua atuação não teria tido o condão de afetar a regularidade e confiabilidade desse mercado.

Conforme mencionado, a parte da peça de defesa que trata do mérito subdivide-se em sete seções, as quatro primeiras de caráter geral, e as três últimas de caráter específico e individualizado. Convém tratar separadamente de cada uma dessas seções.

Antecedentes.

Nesta seção, os Defendentes argumentam não ser surpreendente os Defendentes aceitarem a indicação do operador da corretora que os atendia de adquirir as ações, diante da Reforma da Lei das S/As, gerando expectativa com o *tag along*; da boa situação financeira e operacional e do destaque que a COPEL "sempre teve" no setor elétrico, "fazendo com que suas ações fossem usualmente recomendadas pelos analistas do mercado de capitais, conforme demonstrado pelos relatórios dos bancos de investimento em anexo"; e do fato de a região em que se localizavam seus reservatórios não sofreria com o racionamento de energia.

Equívoca inclusão dos Defendentes no Inquérito.

A Comissão de Inquérito teria ignorado por completo a regra da relevância das operações estabelecida pela GMA-2, que teria aduzido a inocência dos Defendentes quando do pedido de abertura de inquérito administrativo, o que somente poderia ser devido a um equívoco.

Não-configuração de *insider trading* e prática não-eqüitativa.

Não teriam sido comprovadas as irregularidades objeto da acusação, nem teria sido caracterizada infração alguma às disposições da Instrução n.º 031/84, não tendo sido ferido qualquer direito ou interesse do mercado ou de qualquer participante.

O princípio constitucional da reserva legal imporia como conseqüência a observância do princípio da tipicidade do ilícito imputado; para a caracterização do ilícito administrativo seria também indispensável o enquadramento do agente como ilegal pela competente norma legal anterior. Assim, o ilícito da Instrução CVM n.º 031/84, art. 11, conteria dois ilícitos em relação de interdependência, o uso de informação privilegiada e a prática não-equitativa. Esse conceito seria implícito antes da introdução do 4.º no art. 155 da lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pela lei n.º 10.303, de 1 de outubro de 2001. Para a perfeita caracterização daquele conceito implícito, exigir-se-ia que os agentes estivessem conscientes de que as informações eram privilegiadas e não divulgadas ao mercado. Nenhum dos dois requisitos teria sido provado.

O primeiro requisito, acesso à informação, não teria ocorrido porque os Defendentes não participavam nem da administração da companhia, nem da do grupo de trabalho que lhe prestou assessoria na preparação da desestatização. A decisão de adquirir as ações teria decorrido apenas da análise da companhia e do papel realizada e apresentada pelo sr. Dorival Kazuhiko Kawakami. O segundo requisito, uso da informação privilegiada de forma a permitir-lhes tirar proveito da negociação, estaria prejudicado pela ausência do primeiro elemento. Ademais, para os Defendentes, somente poderia ter havido prática não-equitativa se tivesse havido acesso a informação privilegiada, o que, repetem, não teria havido.

Os Defendentes teria usado apenas a informação pública e disponível a todos, acerca da privatização e do racionamento; não haveria adequabilidade do tipo, nem do dolo específico indispensável para a comprovação de que tivessem dolosamente provocado desequilíbrio entre as partes na relação.

Além de tudo, os Defendentes não foram informados pelo sr. Dorival Kazuhiko Kawakami de que seria realizada uma oferta pública de compra de ações que resultaria em uma valorização dos títulos; a justificativa teria sido apenas os elementos já afirmados e repetidos.

Ausência de provas do ilícito.

Fundando seu argumento em que o ônus da prova do ilícito caberia à CVM, fundamento em suporte do qual citam diversos doutrinadores, entre eles frase do príncipe dos juristas brasileiros, Teixeira de Freitas, segundo a qual "a prova é a alma do processo", afirmam que não teria havido prova dos fatos reais, e tal ausência, ainda que devida a falta de informação não fornecida pelo particular, levaria a vício do ato ou decisão administrativa. A Administração Pública somente poderia punir se comprovar que o acusado infringiu a lei, agindo com culpa ou dolo.

A seguir, tratam da polêmica que existiria acerca da prova do *insider trading*, e da inadmissibilidade de indícios e presunções se o acusado não for administrador da companhia. Nesse sentido, citam o trecho já mencionado da ilustre Diretora Norma Jonssen Parente. Como nenhum dos Defendentes era administrador da companhia, caberia à CVM comprovar que tiveram acesso à informação privilegiada, que sabiam que tal informação era confidencial e que agiram com o intento de levar vantagem no mercado em detrimento dos demais investidores.

O Defendente sr. Christian Caradonna Keleti, que afirmou conhecer o dr. Flávio Fukumoto, advogado do grupo Fator que tivera acesso à informação privilegiada, teria travado contato com ele em um único dia, numa reunião da Animec realizada um ano antes da publicação do Fato Relevante, ocasião em que se teriam limitado a trocar cartões, não tendo, segundo alegam os Defendentes, mantido qualquer contato posterior. Ademais, o Defendente manteria com o sr. Adriano Junqueira Franco apenas contatos esporádicos, o que não serviria para embasar a presunção de que teria havido troca de informações de qualquer natureza acerca do evento; ao contrário, ambos teriam afirmado não terem comentado o assunto entre si. Haveria portanto não apenas a falta de nexos profissional e pessoal, como também a ausência de prova de que tal pessoa se tivesse valido de informação privilegiada.

Em caso semelhante, objeto do Inquérito Administrativo CVM n.º 013/00, este Colegiado teria decidido pela absolvição, pois a relação de parentesco com uma pessoa que tivera acesso a informações privilegiadas não seria suficiente à condenação. Os indícios do presente inquérito seriam ainda mais frágeis.

Citando o ilustre prof. José Alexandre Tavares Guerreiro, argumentam ainda que seria impossível qualquer condenação sem prova de um elemento intencional na conduta dos Defendentes; nesse sentido orientar-se-ia o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, conforme o Recurso n.º 2514, que citam como exemplo. Seria portanto indispensável a demonstração de culpa ou dolo, o que não teria ocorrido, e além disso da materialidade do ilícito, o que também não teria ocorrido pois os Defendentes não teriam atuado de forma a colocar suas contrapartes em posição de desequilíbrio ou desigualdade, nem a provocar prejuízo por sua ação ou omissão dolosa.

Aplicar-se-ia pois o princípio da presunção de inocência; citam nesse sentido decisão do Superior Tribunal de Justiça em que se afirmou que se existente dúvida quanto à autoria impor-se-ia a absolvição do réu.

Defesa dos fundos.

Os Defendentes repetem que a Comissão de Inquérito teria contrariado o Relatório de Análise da GMA-2, e que o sr. Luís Stuhlberger teria falado em boatos, mas ele não teria feito tal afirmação, e sim que a indicação do sr. Dorival Kazuhiko Kawakami teria levado ao reforço das posições dos fundos, e que as razões que teriam sido apresentadas pelo sr. Dorival Kazuhiko Kawakami teriam sido o fato de a companhia não ser afetada pelo racionamento e a perspectiva de privatização.

Assim, os Defendentes afirmam em sua peça de defesa que, contrariamente ao que a Comissão de Inquérito interpretou do depoimento do sr. Luis Stuhlberger, a motivação da compra de ações portanto nada teria a ver com boatos. Mesmo que tivesse decorrido de boatos, não haveria ilicitude, pois tais boatos estavam disseminados. No entanto, a Comissão de Inquérito inexplicavelmente concluiu que o boato não estava disseminado, visto que apenas três corretoras de valores atuaram comprando o papel. Tal afirmação seria falso, pois outras corretoras também compraram.

Com efeito, os fundos já mantinham posição no papel antes do período investigado, e poderiam destarte ser considerados investidores habituais pelos critérios da Comissão de Inquérito. Tais posições não teriam sofrido incremento no período investigado, mas se teriam mantido constantes.

Outrossim, não haveria prova da conduta ilícita, e a Comissão de Inquérito, ao extrair suas conclusões da afirmação do Sr. Luis Stuhlberger acerca da existência de um boato, estaria na verdade promovendo a criminalização do boato. Nesse sentido, os analistas do Credit Suisse First Boston teriam anunciado, já em 02/04/01, a expectativa de oferta pública por parte do novo controlador da COPEL.

Para os Defendentes, para que houvesse a responsabilização de não-administradores de companhias por *insider trading*, haveria necessidade de se comprovar (1) que as pessoas acusadas tiveram conhecimento da informação sigilosa; que (2) sabiam que a informação era sigilosa, e que (3) usaram da informação em proveito próprio.

Ademais, seria perfeitamente natural esperar-se uma oferta pública de aquisição de ações por ocasião da alienação do controle de uma companhia aberta, até porque uma das formas de maximizar o negócio seria efetuar a alienação "do controle de forma integral, ou de forma tal que os novos controladores não enfrentem resistências dos acionistas minoritários".

O Defendente Utilities Emerging Markets Fund LLC, particularmente teria vendido mais que comprado durante o período investigado; teria continuado a comprar após aquele período, e em volumes superiores, e teria comprado, em abril de 2001, um volume equivalente a 126% do volume adquirido entre 11.07.01 e 24.07.01. Interessante observar o que os Defendentes não dizem claramente, ou seja, a inversão desse número: naqueles treze dias, compraram 80% de tudo o que compraram em um mês inteiro.

Analogamente, o Hedging-Griffo Brazil Fund LLC teria adquirido, nos treze dias entre 11.07.01 e 24.7.01, 23% do total de ações adquiridas entre nos cerca de seis meses entre 01.01.01 e 10.07.01. E aproximadamente 44% do total de ações adquiridas tê-lo-iam sido em 26.07.01, após a divulgação do fato relevante.

O fundo Hedging-Griffo Verde FIF teria adquirido cerca de 82% do total das ações adquiridas entre 08.01.01 e 24.07.01 antes de 11.07.01, e cerca de 15% entre 01.07.01 e 10.07.01. Os fundos Hedging-Griffo Top FIF e Hedging-Griffo Carteira Administrada Cambial, sempre teriam investido em COPEL ON; se não tivessem estratégia de longo prazo e pretendessem levar vantagem com base em informações privilegiadas, teriam vendido sua carteira logo após a divulgação do fato relevante.

Defesa dos clientes.

Primeiramente, os Defendentes alegam que as acusações não esclareceriam qual a participação individualizada e precisa de cada um dos Defendentes na prática de *insider trading*.

Para os Defendentes, a Comissão de Inquérito teria presumido que o Defendente sr. Christian Caradonna Keleti teria obtido acesso à informação privilegiada, com base nos indícios de que esse senhor conhecia o sr. Adriano Junqueira Franco e o dr. Flávio Fukumoto. Teria também presumido a Comissão de Inquérito, com base na conversa entre o Defendente sr. Christian Caradonna Keleti com Defendente e operador sr. Dorival Kazuhiko Kawakami, que o primeiro teria transmitido ao segundo a informação privilegiada. Como o Defendente operador sr. Dorival Kazuhiko Kawakami reconheceu ter indicado a compra das ações a seus clientes, a Comissão de Inquérito teria presumido que esses

também teriam tido acesso à informação privilegiada e, como efetivamente acataram a indicação, que se teriam utilizado de tal informação para negociar as ações em posição de superioridade em relação a suas contrapartes.

A Comissão de Inquérito todavia não teria comprovado a verdade material. Os indícios apresentados seriam insuficientes e, contrariamente ao afirmado pela CVM, nenhum dos Defendentes mantinha contato com qualquer pessoa ligada à Fator, nem teria tido qualquer conhecimento, ou tampouco se teria utilizado de informação relevante em detrimento dos demais participantes do mercado.

O Defendente Sr. Christian Caradonna Keleti sempre teria sido um investidor ativo no mercado de ações do setor elétrico, sendo acusado em decorrência de uma única compra de ações, efetuada em contrapartida à venda de suas ações no setor de telecomunicações, seguindo uma tendência do mercado, pois o setor de energia seria menos suscetível à queda que vinha afetando as ações de tecnologia; tal troca de posições teria inclusive acarretado prejuízos ao Defendente.

Acerca da atuação das Defendentes Sr.^a Judit Maria Hegedus e Samantha Lea Hegedus, alegam os Defendentes que o relacionamento de amizade que mantinham com o Defendente Christian Caradonna Keleti e o fato de aceitarem suas opiniões não pode servir de alicerce para as acusações, nem fundamento para a presunção de que teria havido transmissão de informação privilegiada, até por não haver prova de que o Defendente Christian Caradonna Keleti teria tido acesso a tal informação, e muito menos de que elas sabiam que tal hipotética informação seria privilegiada. Não manteriam, as Defendentes, qualquer relacionamento com quaisquer administradores ou funcionários da COPEL ou de outras instituições envolvidas. E também não teriam visado à obtenção imediata de lucro.

Acerca da atuação dos Defendentes Srs. Celso Emilio Stephano, Izaías Ferreira da Silva, Jorge Wilhelm, Panagiotis Vlahos e Raul Medici Ferreira, alegam que a aquisição não estava fora de seu padrão normal de investimentos, e não haver prova de que tivessem tido acesso à informação ou de que tal hipotética informação seria privilegiada.

Acerca da atuação de Valley Capital Holdings LLC, alegam não ser um fundo de investimentos gerido pela Hedging-Griffo CV S/A e gerido pela Hedging-Griffo Asset Management S/C Ltda., e sua autonomia de decisão de investimentos lhe asseguraria a posição de cliente da corretora, juntamente com as demais pessoas naturais. Como os demais Defendentes, teria recebido a indicação do Defendente operador sr. Dorival Kazuhiko Kawakami; não teria qualquer relação com as pessoas envolvidas na modelagem da privatização. Não haveria nos autos qualquer indício convincente de que teria havido transmissão de informação privilegiada. Não teria havido venda dos papéis logo após a divulgação do Fato Relevante, e a estratégia de compra teria sido mantida.

Defesa do operador Sr. Dorival Kazuhiko Kawakami.

Os depoimentos do Defendente operador Sr. Dorival Kazuhiko Kawakami e do Sr. Luis Stuhlberger não seriam conflitantes nem divergentes; não haveria sentido em tomar tais depoimentos, para em seguida os desconsiderar. Outras corretoras também teriam comprado o papel no mesmo período, e em quantidades superiores aos da Hedging-Griffo.

A Comissão de Inquérito teria insistido em opinar sobre o que serviria ou não como elemento de consideração de uma decisão orientada pela Escola Fundamentalista, argumentando que a manutenção dos reservatórios da COPEL no mesmo lugar não seria fato novo; a Comissão teria porém falhado em não compreender que "o Brasil inteiro corria o risco de racionamento de energia elétrica devido à seca, e que a região em que se situavam os reservatórios da COPEL não estavam sujeitos a tal intempérie, o que, por sua vez, não acarretaria racionamento e nem a redução do faturamento da COPEL causado pela diminuição do consumo de energia elétrica por seus usuários".

Finalmente, a indicação de investimento pelo Defendente operador sr. Dorival Kazuhiko Kawakami aos demais investidores não seria suscetível de fundamentar as conclusões da Comissão de Inquérito, visto que os demais indícios teriam sido refutados. Além disso, sua atuação, ao não vender as ações adquiridas senão em 21.12.01 seria incompatível com a posse de informação privilegiada. Não se teria comprovado ilicitude em sua conduta. O Defendente, afirma-se, é pessoa que atua há anos no mercado, buscando sempre se aprimorar através da realização de diversos cursos e treinamentos, visando atender melhor a seus clientes. Nenhum dos argumentos trazidos pela Comissão de Inquérito poderia servir de base para sua inculpação, pois sua conduta estaria em absoluta consonância com os ditames das normas aplicáveis, não ferindo a Instrução CVM n.º 031/84, art. 11, parágrafo único.

Hedging - Griffo Asset Management S/C Ltda. e Luis Stuhlberger

Os defendentes às fls. 6930/6982 alegam, preliminarmente, ser a acusação inepta não tendo individualizado as condutas.

No mérito, alegam que a aquisição das ações Copel ON deveu-se, em primeiro lugar, à expectativa de valorização das ações ordinárias em geral em função da perspectiva de aprovação das modificações da lei societária, em especial do artigo 254-A, não existindo comprovação de utilização de informação privilegiada nem de quebra de fidúcia em relação a seus clientes.

Roberto Marco Borges

Em sua defesa, às fls. 6857/6858, afirma que a compra foi baseada em abertura de volume que foi indicada pelo seu sistema e seus conhecimentos a respeito do possível processo de privatização pelo qual a Copel passava, fato já divulgado pelos meios de comunicação.

Acrescenta que a compra a termo era corriqueira em suas operações, trabalhando na área de investimento, não sendo operador conforme citado na acusação.

Rosemerie Vieira Piovezan

Às fls. 6915/6916 a defendente informa que as pessoas mencionadas no presente processo não fazem parte de seu círculo de amizade, com exceção do Sr. Roberto Marco Borges que atua como seu assessor de investimentos.

A defendente afirma que aceitou a recomendação pois ocorrera um aumento na liquidez do papel e, também, por ser pública a possibilidade da privatização que em casos semelhantes, tais como Geradora Tietê, Geradora Paranapanema, Cerj e Coelba, levaram a altas expressivas.

Por fim, alega que, conforme extrato em anexo, o seu perfil de investimentos é coerente com o posicionamento em Copel, atuando habitualmente no mercado a termo.

Jorge Moyses Dib Neto

Em sua defesa acostada fls. 6860/6868, o indiciado alega que, ao contrário do suposto pela acusação, é investidor habitual por meio da Fator Corretora, desde o início de junho de 2000, conforme extrato anexo, tendo atuado anteriormente por meio da Intra Corretora.

Ademais, que a aquisição das ações de emissão da Copel foi baseada no aumento da liquidez, não tendo recebido qualquer indicação de operadores da Fator, e que a venda foi realizada em decorrência do expressivo aumento da cotação, tendo alienado as ações logo após a abertura do pregão, antes da cotação atingir seu pico, sendo o ganho inexpressivo.

Luis Fernando Amatti Salem

Às fls. 8067/8075 o defendente alega que era cliente da Intra, desde 17 de julho de 1998, pautando seus investimentos por sua própria análise, nunca tendo tratado de assuntos referentes à Copel com qualquer das pessoas arroladas no presente processo.

Acrescenta ser investidor individual habitual no mercado bursátil, conforme extrato em anexo, realizando operações desde agosto de 1994, tendo negociado no mesmo período analisado com ações da Transmissora Paulista, Eletrobrás e Eletropaulo. Alega que caso realmente fosse possuidor de informação privilegiada teria se desfeito de outros papéis líquidos que possuía, além de reduzir seu investimento em Fundo de Renda Fixa. Por fim, alega que os valores envolvidos são insignificantes devendo ser adotado o princípio da insignificância.

Carlos Alberto da Silva Bertolazzi

Alega, às fls. 6840/6841, que é pequeno investidor e que adquiriu as ações Copel ON por indicação de seu operador, julgando ser oportuno ampliar o seu investimento em empresas do setor elétrico, pois já possuía Celesc e Coelce, tendo adquirido na mesma ocasião Transmissão Paulista.

Apresenta extrato de suas operações e acrescenta que a compra de Copel ON estava dentro de seu perfil de investidor diversificado.

André Golabek Sanchez

Em sua defesa às fls. 8154/8166 o indiciado alega ser investidor habitual, por meio da Intra Corretora, não utilizando qualquer operador específico, e que a operação com ações da Copel encaixam-se em seu perfil de investidor, conforme extrato em anexo, não tendo tido acesso a informações privilegiadas.

Acrescenta que caso realmente fosse possuidor de informação privilegiada teria reduzido seu investimento em Fundo de Renda Fixa e, por fim, que voltou a adquirir ações de missão da Copel em setembro de 2001 na equivocada expectativa de valorização, tendo se desfeito das mesmas em fevereiro de 2002 realizando prejuízo. Finaliza alegando que os valores envolvidos são insignificantes devendo ser adotado o princípio da insignificância.

Raul Street

O Defendente Sr. Raul Street apresentou sua defesa às fls. 7.522-7.826 e alega, em síntese, não ter adquirido ações para si, que o volume negociado por seus clientes seria ínfimo, cerca de apenas R\$32.000,00, que não haveria provas nos autos de seus investimentos, pois os depoimentos todos afirmam que as razões de investimento eram de ordem fundamentalista, e o fato de ter, oito anos antes, trabalhado na Fator, sem manter contato com aquelas pessoas, que aliás não participavam diretamente da desestatização da COPEL, não poderia redundar em sua punição. O Defendente sr. Raul Street teria agido no exercício regular de um direito, como operador da corretora Intra, cumprindo ordens de compra e de venda passadas por seus clientes, em valor irrisório, e não teria adquirido para si nenhuma ação sequer da COPEL, nem realizado lucro algum.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 04 de novembro de 2004.

Eli Loria

Diretor-Relator

-

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/01

Interessados: Banco Fator S/A Fator Brazil Fund Ltd.
FAR Asset Management
FAR - Fator Administração de Recursos Ltda.
FAR S/A DTVM
Carlos Alberto Paes Barreto
Walter Appel
Fator Projetos e Assessoria Ltda.
Fator Doria Atherino S/A CV
Armenio dos Santos Gaspar Neto
Venilton Tadini
Carlos Daniel Rizzo da Fonseca
Flávio Fukumoto
Plural FIA
FMIA CL Plural Setor Energético

FMIA CL Plural Jaguar
Fator FEB FMIA CL
Rodrigo Grasso Moliterno
Dorival Kazuhiko Kawakami
Roberto Marco Borges
Marcelo Marcondes Machado Giuliano
Roberto Valladares Hernandez
Daniel Serio
Marcelo Iasi Brandão
Marcos Iasi Brandão
Antonio Carlos Dias Ferrari
Heloisa Helena Maria Campos
Rubens Sette Simonsen Filho
Rosemeire Vieira Piovezan
Adriano Junqueira Franco
Jorge Moyses Dib Neto
Christian Caradonna Keleti
Judit Maria Hegedus
Samantha Lea Hegedus
Celso Emilio Stephano
Izaías Ferreira da Silva
Jorge Wilhelm
Panagiotis Vlahos
Raul Medici Ferreira
Hedging - Griffo Asset Management S/C Ltda.
Luis Stuhlberger
Valley Capital Holdings LLC
Hedging - Griffo Brazil Fund
Utilities Emerging Markets Fund LLC
Hedging - Griffo Verde FIF
Hedging - Griffo Top FIF
Hedging - Griffo Carteira Administrada Cambial FIF
Raul Arens Street
Luis Fernando Amatti Salem

Carlos Alberto da Silva Bertolazzi

André Golabek Sanchez

Relator: Diretor Eli Ioria

VOTO

Senhores Membros do Colegiado,

Em sede preliminar, convém apreciar as alegações apresentadas pelos defendentes.

De plano, rejeito a alegação de inépcia da acusação, pois a Comissão de Inquérito foi coerente na determinação dos indícios de autoria e materialidade, destacando, com elogiável nível de detalhamento, o papel de cada indicado em todo o desenrolar dos fatos.

Quanto à impossibilidade de responsabilização da pessoa jurídica por uso de informação privilegiada, entendo que tal impossibilidade não existe, pois a questão que se coloca é saber se a pessoa jurídica foi utilizada, ou não, como veículo para o cometimento de irregularidades no mercado de capitais.

Já no que tange à eventual improcedência da acusação por absoluta insuficiência de indícios, por atipicidade da conduta de alguns dos defendentes e por improcedência da acusação de descumprimento da Instrução CVM n.º 306, face à dissociação do papel de administrador e de gestor de fundos de investimento, informo que tais pontos serão enfrentados juntamente com o mérito.

Assim, em relação ao mérito, a primeira análise necessária ao caso diz respeito ao processo decisório em torno da realização da oferta pública de compra de ações ordinárias em circulação da Copel.

No meu entender, consideradas todas as informações coletadas pela Comissão de Inquérito, o dia 11 de julho de 2001 é fulcral. Nesta data, em uma reunião envolvendo o Sr. Venilton Tadini, Diretor da Fator Projetos, e dois de seus subordinados, surgiu a idéia de se realizar a oferta pública, mesmo sem existir obrigatoriedade legal.

O argumento dos defendentes é de que tal oferta espontânea representaria um aumento no tamanho do bloco de ações a ser alienado por ocasião da privatização da Copel, com vantagens tanto para a própria companhia (melhoria de sua imagem institucional) quanto para o Estado do Paraná (lucro com o ágio sobre uma maior quantidade de ações).

Ressalte-se que a concretização de tal oferta pública significaria um ganho expressivo para os detentores de ações ordinárias da Copel – basta ver que houve uma forte reação do mercado à divulgação do fato relevante relativo à oferta pública, no pregão de 25 de julho de 2001. A cotação da ação Copel ON apresentou alta de 14,01%, passando a ser negociadas a R\$ 20,51 por lote de mil ações.

Publicado na manhã daquele dia, este fato relevante dava ciência ao mercado acerca da possível realização de oferta pública de aquisição de ações ON de emissão da Copel, com o pagamento de R\$ 11,50 por lote de mil ações ON, apurado em 22.12.1998, atualizado monetariamente até a data da realização da oferta pela TJLP, acrescido de 8% de juros ao ano. Ademais, haveria ainda o pagamento adicional de um valor equivalente a 30% da diferença apurada entre o preço de R\$ 11,50, capitalizado pela TJLP mais juros até a data da realização da oferta pública, e o preço de venda das ações obtido no leilão de desestatização.

De 11 a 24 de julho de 2001, houve uma sucessão de eventos envolvendo o "Consórcio Diamante" (integrado por Dresdner Kleinwort Wasserstein do Brasil S/C Ltda., pela Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda. e pelo escritório Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados e contratado pelo Estado do Paraná para a modelagem da operação de privatização da Copel), a Copel, e o Estado do Paraná, e que culminou com a publicação do fato relevante, dando-se ciência ao mercado da possível realização de oferta pública de aquisição de ações ON de emissão da Copel. Tal fato relevante, conforme dito, foi publicado em 25 de julho de 2001, mas estes não foram os únicos eventos relacionados ao caso.

Paralelamente, um movimento de intensificação da negociação das ações ON da Copel foi observado, e conforme apuração da Comissão de Inquérito, concentrado em três corretoras, nas quais observou-se uma concentração de compradores que seriam inevitavelmente beneficiados com a confirmação da realização da oferta pública.

Não deixa de causar surpresa a identidade da primeira corretora, Fator Doria Atherino S/A CV, pois é integrante do grupo Fator, um dos grupos financeiros participantes do "Consórcio Diamante". Por intermédio desta corretora,

atuaram clientes, operadores de mesa e fundos de investimento administrados pelas empresas do grupo Fator, preponderantemente na ponta compradora. Repare-se que, exceção feita a um investidor estrangeiro, os demais comitentes que atuaram por intermédio da corretora Fator efetuaram suas compras após o dia 11 de julho de 2001 – a data em que, conforme visto, três pessoas do grupo decidiram apresentar a sugestão de oferta pública voluntária.

O exame da extensa lista de investidores que atuaram na ponta compradora revelou inicialmente a presença de inúmeros fundos de investimento administrados por empresas do grupo. Nesta situação, a Comissão de Inquérito pôde identificar quatro fundos com carteiras geridas pela Fator Administração de Recursos Ltda., cujo Diretor Responsável era o Sr. Walter Appel. Este último ainda assumiu possuir ingerência sobre a gestão de um fundo off-shore, Fator Brazil Fund Ltd., que também operou exclusivamente na ponta compradora no período.

Assim, entendo que ficou caracterizada uma estratégia deliberada de investimento em ações Copel ON por parte da Fator Administração de Recursos Ltda., sendo que após a valorização das ações em 25 de julho de 2001, a Comissão de Inquérito estimou os ganhos potenciais destes fundos em mais de R\$ 390 mil (a saber: Plural FIA: R\$ 111.921,27; FMIA CL Plural Setor Energético: R\$ 45.777,18; FMIA CL Plural Jaguar: R\$ 64.846,54; Fator FEB FMIA CL: R\$ 118.820,00; Fator Brazil Fund: R\$ 48.725,02).

Tais fatos deixam poucas dúvidas acerca da existência de uma estratégia única de entesouramento de ações Copel ON, pois uma ampla variedade de fundos - com um mesmo gestor de carteira - efetuou tais compras. Como motivação para a adoção de tal estratégia, os defendentes em questão, Sr. Walter Appel, Fator Administração de Recursos Ltda. e respectivos fundos administrados, alegaram que as propostas de alteração na legislação societária então em curso incluíam o direito ao *tag along* para as ações ordinárias. Assim, justificar-se-ia a compra de ações ordinárias de empresas que pudessem ser objeto de alienação de controle acionário, tendo em vista o ganho potencial inerente à propriedade de ações.

Ocorre que não foi demonstrado pelos defendentes quais as ações ordinárias de emissão de outras companhias além da Copel que também foram adquiridas – o que seria de se esperar, caso a motivação fosse realmente essa. No meu entender, o conjunto dos fatos apurados afasta hipótese de mero acaso na coexistência de uma estratégia deliberada de compra de ações Copel ON por parte das carteiras geridas pela Fator Administração de Recursos Ltda., e a atuação de funcionários e diretores da Fator Projetos na discussão da realização de oferta pública voluntária de ações.

Neste particular, em função do número de fundos envolvidos, considero que esta estratégia de compra de ações Copel ON certamente não foi levada a cabo sem a orientação da direção da Fator Administração de Recursos – direção esta que, por conta da estrutura societária do grupo Fator, encontrava-se em uma posição de direção e controle em relação à Fator Projetos.

Neste ponto, é ainda conveniente estabelecer-se uma diferença entre as funções de gestão da carteira e a de administradora de fundos, como muito bem observado pela defesa.

Note-se que tanto o Banco Fator S.A. quanto a FAR S.A. DTVM eram instituições "administradoras" de fundos, respectivamente, do Fator FEB – Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre, e do Plural FIF Max 60 dias. Não obstante, não exerciam efetivamente a gestão da carteira (o que realmente interessa ao caso em tela), atividade a cargo da FAR – Fator Administração de Recursos Ltda., que contava com o Sr. Walter Appel como Diretor Responsável.

Neste caso, dada a natureza das infrações em exame, interessa a decisão de investimento, ou seja, a gestão propriamente dita das carteiras dos fundos. Outras funções relativas à administração, como escrituração, distribuição de cotas e demais atividades correlatas não interessam à presente análise. Raciocínio semelhante cabe ao Fator Brazil Fund Ltd., que a despeito de ter como *investment advisor* a FAR Asset Management Ltd., o Sr. Walter Appel reconheceu ter ingerência nas decisões de investimento do fundo estrangeiro.

Aliás, o Sr. Walter Appel também é Diretor da FAR Asset Management Ltd.

Assim, considerando o exposto, sou obrigado a votar, desde já, pela absolvição de todas as imputações formuladas frente a FAR Asset Management Ltd., Banco Fator S.A., FAR S.A. DTVM e ao Diretor desta última, Sr. Carlos Alberto Paes Barreto.

A seguir, ainda no que tange aos comitentes que operaram por intermédio da **Fator Corretora**, apurou-se que a atuação das pessoas naturais que eram clientes da corretora ocorreu em torno de cinco de seus funcionários.

O primeiro deles, o Sr. Rodrigo Grasso Moliterno que atendeu os clientes Marcelo Iasi Brandão, Antônio Carlos Dias

Ferrari, Heloísa Helena Maia Campos, Rubens Sette Simonsen Filho, realizou uma compra a termo no dia 23 de julho de 2001 (R\$ 51.191,28), enquanto que todos os seus quatro clientes efetuaram compras no dia 24 (antes da divulgação do fato relevante) e vendas no dia 25 (depois). Ressalte-se que todos estes quatro clientes do Sr. Rodrigo declararam em depoimento que recebiam recomendações de investimento do operador, e no caso das aquisições de Copel ON não foi diferente.

Consideradas em seu conjunto, as circunstâncias que envolvem a participação do Sr. Rodrigo Moliterno, a princípio, não lhe são favoráveis, e poderiam conduzir à conclusão de que seu comportamento, tanto na negociação, quanto na transmissão de recomendação aos clientes, teria ocorrido com posse de informação privilegiada.

No entanto, desincumbiu-se a defesa de apresentar seu perfil de investimentos no mercado de capitais, anexando seu extrato de movimentação na corretora, podendo ser interpretado que a operação com Copel ON integraria sua estratégia habitual de negociação, o que me leva a absolvê-lo pelo princípio da presunção de inocência.

Considero, ainda, que se encontram em situação análoga dois outros operadores, sendo o primeiro deles o Sr. Roberto Marco Borges que atendia a cliente Rosimeire Vieira Piovesan. Esse operador também efetuou em seu próprio nome compras a termo de Copel ON no dia 24 de julho de 2001, no valor de R\$ 70.100,34, e à vista no valor de R\$ 5.324,00. No mesmo dia, sua cliente efetuou compras a termo no mesmo valor de R\$ 70.100,34. Ainda que sua cliente não tenha prestado depoimento à Comissão de Inquérito, o Sr. Borges, assumiu que à época "indicou a compra e a venda de Copel ON a seus clientes".

Temos ainda o caso do Sr. Marcelo Marcondes Machado Giuliano que também efetuou operações de compra a termo, em seu próprio nome, no valor total de R\$ 16.491,60, no dia 13 de julho de 2001.

A defesa demonstrou, entretanto, que o mesmo já operava com ações de emissão da Copel desde março de 2001 e continuou negociando até agosto de 2002, além de dispor de recursos na corretora em valores muito superiores à aquisição entendida pela acusação como irregular, o que me leva às mesmas conclusões a que cheguei quanto à conduta de Rodrigo Grasso Moliterno.

Quanto aos operadores Daniel Serio e Roberto Valladares Hernandez, concluo pela atipicidade de suas condutas, visto que não atuaram em nome próprio, e que seus clientes, os Srs. Adriano Junqueira Franco e Jorge Moyses Dib Neto, a despeito de terem negociado nos dias 23 e 24 de julho no mercado à vista, negaram ter recebido recomendações de compra de Copel ON.

Isto posto, voto pela absolvição dos Srs. Rodrigo Moliterno, Roberto Marco Borges, Marcelo Marcondes Machado Giuliano, Daniel Serio e Roberto Valladares Hernandez.

Em conseqüência, visto que a corretora Fator realizou somente uma operação de *day-trade* e, pelos mesmos fundamentos, voto pela absolvição da Fator Doria Atherino S/A CV e de seu diretor Armenio dos Santos Gaspar Neto.

Os fatos acima relatados, entretanto, constituem fortíssimo indício de disseminação da informação da oferta pública internamente à corretora Fator – dado que teria motivado seus operadores não só a adquirir ações para sua própria carteira, mas também a indicar o investimento para seus clientes. Ressalte-se que tal prática da compra de ações ON da Copel se alastrou de 13 e 24 de julho de 2001, e muitos clientes realizaram imediatamente seus lucros após a divulgação do fato relevante, em 25 de julho de 2001, aproveitando a expressiva valorização do papel.

Causa espécie o desenrolar de tais fatos internamente à corretora, num instante em que era de conhecimento dos funcionários a participação da Fator Projetos no processo de privatização da Copel, havendo inclusive, conforme depoimento do Sr. Armênio dos Santos Gaspar Neto às fls. 5854/5856, orientações internas no sentido de se evitar a indicação de papéis da empresa para clientes. Como se viu, esta orientação foi largamente desrespeitada, inclusive pela própria corretora Fator, que em 24 de julho de 2001, realizou uma operação de *day-trade* com Copel ON – que teve como alguns dos tomadores finais dos papéis seus operadores mencionados acima, não existindo comprovação de que tenha havido esforço no cumprimento das orientações relatadas.

Assim, a despeito da absolvição que ora proponho aos operadores da corretora Fator, considero inadequado seu comportamento, já que não obstante o conhecimento acerca da participação da Fator Projetos no processo, não se abstiveram de negociar e nem de indicar o papel a alguns de seus clientes.

Ainda segundo a Comissão de Inquérito, a informação relativa à possibilidade de oferta pública definitivamente fugiu ao controle do conglomerado Fator, e foi identificada a participação de duas outras corretoras (e pessoas ligadas), na negociação de Copel ON no mesmo período – preponderantemente no lado comprador do mercado.

No caso da **corretora Intra**, o comportamento de três clientes mereceu a atenção da Comissão de Inquérito. Todos

eles atuaram na compra de ações em 23 e 24 de julho, e na venda após o fato relevante. No caso do comitente Luis Francisco Amatti Salem (que auferiu um ganho bruto de R\$ 2.926,00), foi possível identificar que possuía relações com o Sr. Daniel Serio (operador da Fator corretora), pois também era cliente daquela instituição, além de manter relacionamento pessoal com os já referidos Srs. Adriano Junqueira Franco e Jorge Moyses Dib Neto.

O cliente Carlos Alberto da Silva Bertolazzi (que auferiu um ganho bruto de R\$ 1.044,00) alegou ter recebido orientação do operador da corretora Intra, Sr. Raul Street, e assumiu conhecer o Sr. Luis Fernando, mas não teria discutido com este o investimento na Copel.

O Sr. Raul Street afirmou atender ambos os clientes citados (Srs. Carlos e Luis Francisco), bem como o Sr. André Golabek Sanchez, que auferiu um ganho bruto estimado em R\$ 1.042,00.

Aqui, no caso dos clientes da corretora Intra e do operador Raul Arens Street, entendo que não ficou caracterizado o uso de informação privilegiada.

Há indícios, como o fato do Sr. Luis Fernando ser também cliente da corretora Fator, ou a reconhecida relação entre o Sr. Raul Street e o operador da corretora Fator Sr. Roberto Hernandez – o que poderia ser considerado um possível "caminho" para que a informação deixasse a corretora Fator, e chegasse à corretora Intra. Entretanto, não há indícios nos autos de que os comitentes da Corretora Intra que conheciam o Sr. Raul Street tivessem consciência dos pormenores da operação. Ademais, o ganho obtido pelos três investidores com base na informação privilegiada foi relativamente inexpressivo.

Assim, em relação aos acusados Luis Fernando Amatti Sallem, Raul Street, Carlos Alberto da Silva Bertolazzi e André Golabek Sanchez, não encontro elementos que permitam condená-los e concedo-lhes o benefício da dúvida, devendo ser absolvidos.

Mas, conforme demonstrado nos autos, a rede de disseminação da informação acerca da possível realização da oferta pública por parte da Copel teve ainda desdobramentos adicionais. Como bem detectou a Comissão de Inquérito, também na **corretora Hedging-Griffo** identificou-se outro foco de negociação com o papel.

Inicialmente temos o Sr. Christian Keleti que adquiriu R\$ 24.300,00 em ações no dia 20 de julho de 2001, e indicou às comitentes Judit Maria Hegedus e Samantha Lea Hegedus a aquisição das mesmas ações Copel ON (estas duas realizaram aquisições de R\$28.800,00 e R\$21.120,00, respectivamente). O Sr. Christian assumiu conhecer os já referidos Srs. Adriano Junqueira Franco (cliente da corretora Fator) e Flávio Fukumoto (advogado do grupo Fator). Na corretora Hedging Griffo, era atendido pelo operador Dorival Kawakami.

Por sua vez, o Sr. Kawakami adquiriu em seu próprio nome R\$17.700,00 em ações Copel ON, e indicou sua compra ao Diretor da Hedging-Griffo responsável pela administração de recursos de terceiros, Sr. Luís Stuhlberger.

Outras pessoas atendidas pelo Sr. Dorival Kawakami também adquiriram as ações, como os Srs. Celso E. Stephano, Izaías F. da Silva, Panagiotis Vlahos e Raul M. Ferreira, e ainda o próprio Sr. Christian Keleti, Judit Maria Hegedus e Samantha Lea Hegedus, além de Jorge Wilhelm e Valley Capital Holding LLC. Segundo o Sr. Stuhlberger, tais clientes adquiriram as ações por indicação do Sr. Kawakami (fls. 5880/5882), que teria ouvido um "boato de mercado" acerca da oferta pública.

Acerca deste "boato", o Sr. Kawakami apresentou duas versões. Em seu primeiro depoimento, não reconheceu sua existência (fls.5868/5870). Em novo depoimento a esta CVM, admitiu que "havia um boato disseminado no mercado", não obstante apenas três corretoras atuarem de forma significativa na compra dos papéis – Hedging-Griffo, Fator e Intra.

Segundo o Sr. Stuhlberger, as motivações para a compra de Copel ON para as carteiras administradas pela Hedging-Griffo seriam (i) o estoque de água nos reservatórios da companhia e (ii) a perspectiva de privatização. Além disso, haveria o "boato de mercado" acerca da oferta pública, passado pelo Sr. Kawakami, ainda que o Sr. Stuhlberger tenha negado ter conhecimento de sua origem.

Em relação aos Defendentes comitentes pessoas naturais da Hedging-Griffo, srs. Christian Caradonna Keleti, Celso Emilio Stephano, Izaías Ferreira da Silva, Jorge Wilhelm, Judit Maria Hegedus, Samantha Lea Hegedus, Panagiotis Vlahos, e Raul Medici Ferreira voto por sua absolvição pois entendo atípicas as condutas diante das evidências dos autos, especialmente devido ao montante global negociado e à aparência de que os comitentes não sabiam tratar-se de informação privilegiada.

Especial menção deve ser feita ao sr. Dorival Kazuhiko Kawakami, que poderia de fato ter tido a consciência de tratar-se de informação privilegiada, mas não há indício de que dela tenha se valido de modo a justificar-se a imputação do

ilícito, de modo que voto por sua absolvição.

Em relação ao sr. Luis Stuhlberger e aos fundos administrados ou geridos por empresas do grupo Hedging-Griffo, entendo que a conduta demonstrada pela prova dos autos não é suficiente à condenação, pois embora nem todos os fundos tenham sido compradores habituais do papel durante o primeiro semestre de 2001, a atuação de diversos deles, bem como os volumes e valores relativamente pequenos negociados por todos, faz verossímil supor que, conquanto o mencionado "boato" possa realmente ter motivado o investimento, não havia consciência plena de que a informação era privilegiada. Por outro lado, considerando-se a *praxis* do mercado de ações brasileiro, é muito provável que a informação que chegou ao sr. Luís Stuhlberger, tenha chegado incompleta, insuficiente para justificar, por si só, decisões de investimento, ainda que houvesse certa suspeita de sua origem.

Adicionalmente, em certos trechos do próprio relatório da Comissão de Inquérito está reconhecido que muitos dos investidores institucionais que operaram por intermédio da corretora Hedging Griffo eram compradores do papel muito antes do período de discussão sobre a realização da oferta – o que restou demonstrado pela defesa (fls. 7171 e segs.).

Com efeito, não bastaria saber que uma oferta pública estava em estudo. Seria necessário, para justificar a decisão de investimento, que a informação contivesse elementos que permitissem ao agente quantificar, ainda que aproximadamente, o risco que assumiria ao realizar o investimento. Assim, não há verossimilhança de que diversos pormenores relevantes, como a data e preço de tal oferta, seriam de conhecimento do Sr. Luís Stuhlberger, e muito menos de que ele partilhasse da convicção subjetiva dos integrantes do grupo Fator acerca da probabilidade de que as instâncias competentes se convencessem da conveniência de realização da oferta.

Diante dessas ponderações, voto também no sentido de absolver o sr. Luís Stuhlberger, bem como Hedging - Griffo Asset Management S/C Ltda., Hedging - Griffo Brazil Fund, Utilities Emerging Markets Fund LLC, Hedging - Griffo Verde FIF, Hedging - Griffo Top FIF, Hedging - Griffo Carteira Administrada Cambial FIF e Valley Capital Holdings LLC, das imputações que lhes são formuladas pela Comissão de Inquérito.

Um raciocínio semelhante deve ser aplicado aos Defendentes pessoas naturais que eram clientes da **Corretora Fator**.

Muito embora tenham negociado devido à indicação recebida, não há indícios que justifiquem a conclusão de que o teriam feito porque soubessem de uma informação privilegiada. Deram ordens de compra assumindo o risco de que uma sugestão que lhes era apresentada por sua Corretora fosse correspondida em algum tempo por uma valorização do papel, mas não há fortes evidências de que tenham também tido consciência de que tal atitude seria ilegal ou sequer de que tenham assumido o risco de que tal informação lhes tivesse sido ilicitamente repassada pela corretora.

Por essa razão, voto pela absolvição dos srs. Marcos Iasi Brandão, Rosimeire Vieira Piovezan, Marcelo Iasi Brandão, Antonio Carlos Dias Ferrari, Heloisa Helena Maia Campos, Rubens Sette Simonsen Filho, Adriano Junqueira Franco e Jorge Moyses Dib Neto.

Diferente orientação se impõe, todavia, em relação ao grupo Fator e seus funcionários e diretores.

Com efeito, ao contrário do alegado pelos Defendentes, não se deve falar, aqui, em qualquer presunção de culpa, ou em responsabilização objetiva. Há, sim, provas suficientes para a caracterização da ilicitude. Há evidências de que os Defendentes tinham a informação, com seus pormenores e nuances, e de que negociaram em volumes e valores substanciais.

A peculiaridade do presente caso, que o torna um caso singular e exemplar de *insider trading*, está em que o fato, ou melhor, a informação relevante não aconteceu "nos negócios da companhia" emissora, a Copel. Ao contrário, os administradores da Copel eram completamente alheios ao processo de discussão da desestatização, e não pertenciam à organização dentro da qual surgiu a informação relevante. Deveras, a informação surgiu no grupo Fator, composto por terceiros em relação à administração da companhia e à própria companhia, e os integrantes deste grupo é que realizaram as negociações.

Se quisessem os Defendentes livrar-se dessa responsabilidade, deveriam provar não apenas a existência à época dos fatos dos manuais de *compliance* – que aliás não foram apresentados à Comissão de Inquérito mas somente quando da apresentação das defesas, mas a utilização de procedimentos efetivos e suficientes a assegurar o seu cumprimento.

Tais procedimentos incluíam forçosamente a vedação de negociação com ações emitidas pela Copel por parte dos funcionários do grupo e de fundos de que as pessoas ligadas fossem cotistas, e eventual aplicação a eles de sanções

em caso de descumprimento.

Nada disso porém foi demonstrado pela Defesa, e entendo que um sistema eficiente segregação de funções, o chamado *chinese wall*, é imprescindível para qualquer conglomerado que explore atividades potencialmente conflitantes.

Por conta de todo o exposto, estou plenamente convencido da ilicitude da conduta de integrantes do grupo Fator.

Foi demonstrada uma multiplicidade de indícios, como por exemplo o súbito interesse pelas ações ON da Copel por parte do gestor dos fundos de investimento, Sr. Walter Appel, a coincidência de datas e eventos, e a ausência de assiduidade dos fundos em tal investimento, que convergem para a conclusão de que houve posse e utilização indevida de informação privilegiada.

A experiência demonstra que tal comportamento esteve distante da naturalidade, e autoriza concluir, no caso concreto, que houve descumprimento à Instrução CVM n.º 31 por parte do Sr. Walter Appel e FAR – Fator Administração de Recursos Ltda.

Ressalvo apenas que, ao contrário do que sugere a Comissão de Inquérito, dadas as circunstâncias particulares que envolvem o caso, entendo não ser cabível a apenação dos fundos de investimento administrados pelas empresas do grupo Fator e voto pela absolvição do Fator Brazil Fund Ltd., Plural FIA, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar e Fator FEB FMIA CL.

Tal iniciativa ocorreria com prejuízo para os cotistas destes fundos e, ainda que alguns deles sejam diretores ou funcionários do conglomerado, entendo que não devem ser punidos devendo a sanção recair sobre os responsáveis pela decisão de investimento.

Chamo ainda a atenção para o papel do Sr. Venilton Tadini, que em depoimento à Comissão de Inquérito (fls. 3623/3625) reconheceu ser Diretor da Fator Projetos, responsável pela área de privatização, e superior hierárquico dos dois funcionários da própria Fator Projetos participantes da reunião de 11 de julho de 2004, em que, conforme visto, surgiu a idéia de se realizar a oferta pública voluntariamente.

Assim, identifico o Sr. Venilton Tadini como a pessoa do grupo Fator responsável por toda a operação da Copel. Em seu favor tem-se que o mesmo não negociou com ações de emissão da Copel, e mais ainda, que ao passar a informação aos sócios das empresas controladoras da Fator Projetos, o fez, em tese, confiando que esta não seria utilizada indevidamente.

Destaco que o Sr. Walter Appel tinha delegação de poderes de administração pela sócia-gerente Fator Empreendimentos, conforme fls.3652.

Por estas razões, entendo que as condutas do Sr. Venilton Tadini, bem como da Fator Projetos e Assessoria Ltda., empresa em que era sócio e diretor, do Sr. Carlos Daniel Rizzo da Fonseca, subordinado de Venilton Tadini, e do Sr. Flávio Fukumoto, advogado do grupo Fator, não tipificam o ilícito imputado pela Comissão de Inquérito e voto pela absolvição.

Por fim, quero frisar a gravidade do uso de informação privilegiada, conduta extremamente danosa ao mercado.

Basta ver que, além da tipificação da conduta como penalmente punível pela Lei nº 10.303/01, a Instrução CVM nº 31/84, ora infringida, teve seu alcance significativamente ampliado com a edição da Instrução CVM nº 358/02.

Esta última incorporou a experiência internacional recente no tratamento do uso de informação privilegiada, que pode ser considerada a conduta ilícita por excelência em matéria de mercado de capitais, devendo ser reprimida com rigor em prol da manutenção da confiança dos investidores nos mecanismos de mercado e, em decorrência, do próprio desenvolvimento do mercado de capitais.

Com relação à imputação de infração ao artigo 14, incisos II e IV, da Instrução CVM nº 306/99, de plano entendo incabível a incidência do inciso IV pois não vislumbro prejuízo aos cotistas em decorrência das operações inquinadas de irregulares nem quebra de fidúcia do administrador.

No entanto, o administrador é responsável pelas irregularidades cometidas sob sua gestão e, assim, entendo que FAR - Fator Administração de Recursos Ltda. e o Sr. Walter Appel devam ser apenados por infração ao inciso II do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99.

Assim, diante de todo o exposto, e na forma do art. 11 da Lei nº 6.385/76, VOTO no seguinte sentido:

- Walter Appel:
 - por infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, pena máxima de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00;
 - por infração ao inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, pena de suspensão da autorização para o exercício da função de administrador de carteiras pelo prazo de 1 (um) ano; e,
 - absolvição da imputação de infração ao inciso IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99.
- FAR - Fator Administração de Recursos Ltda.:
 - por infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, pena máxima de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00;
 - por infração ao inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, pena de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00; e,
 - absolvição da imputação de infração ao inciso IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99.

Com relação aos demais indiciados, conforme detalhei anteriormente, voto pela absolvição de todas as imputações.

É o Voto.

Rio de Janeiro, 04 de novembro de 2004

Eli Loria

Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 18/01

Declaração de voto da Diretora Norma Jonssen Parente, na Sessão de Julgamento de 04/11/2004.

Eu acompanho o voto do Diretor-relator, senhor presidente.

Norma Jonssen Parente

DIRETORA

Declaração de voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento de 04/11/2004.

Eu também acompanho o voto do Diretor-relator, senhor presidente.

Wladimir Castelo Branco Castro

DIRETOR

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na sessão de julgamento de 04 de novembro de 2004.

Gostaria de fazer algumas considerações. Na seara contenciosa, acho natural e compreensível a utilização de argumentos enfáticos, não só pelos advogados contratados para a defesa mas, especialmente, pela própria parte acusada, quando comparece para defender-se pessoalmente, como aqui hoje ocorreu. Eu mesmo advoguei na área contenciosa e estou habituado com argumentos enfáticos.

No entanto, parece-me que na sessão de hoje se fez muita injustiça à Comissão de Inquérito. Tendo este sido um ponto comum em todas as manifestações aqui havidas — com a finalidade clara, a meu ver, de defesa dos indiciados — não creio que se trate apenas de um acaso. Dessa forma, penso que se faz necessária uma defesa da Comissão de Inquérito, um esclarecimento prévio sobre suas funções institucionais. Não que isso signifique que eu concorde integralmente com os procedimentos que algumas Comissões de Inquérito aqui da CVM adotam, nem que não discorde de alguns procedimentos que esta própria Comissão de Inquérito tenha adotado neste caso — e o digo da

posição de quem foi Relator de processo quando da reunião do Colegiado que aprovou a abertura do inquérito.

Percebo haver uma confusão propositada entre os papéis das estruturas institucionais presentes na realidade da lei brasileira que, como se sabe, congrega em um só órgão a função de acusador e julgador. A CVM tem feito um grande esforço para superar os eventuais inconvenientes dessa concentração, um esforço nítido, que se deve creditar, em grande parte, ao ex-Presidente Cantidiano, que tomou a iniciativa, através da Deliberação 457/02, de separar claramente as funções de acusação e de julgamento.

Dessa forma, a utilização, pelas defesas, de termos como "*enviesada*" e "*tendenciosa*" para referir-se à Comissão de Inquérito, parece-me absolutamente sem sentido, porque é claro que a Comissão de Inquérito é *enviesada* mesmo: é ela quem acusa. Quem julga, e por isso não pode ser *enviesado*, é o Colegiado da CVM.

Talvez o ideal fosse que as funções de acusação e julgamento estivessem separadas em dois órgãos totalmente distintos. Mas este não é esse o nosso modelo, como também não é o de muitos países com mercados desenvolvidos. Diante da nossa realidade, a CVM tem adotado procedimentos para tentar criar, dentro da CVM aquilo que, justamente, não ocorreu neste caso concreto: uma segregação de atividades, um *chinese wall* eficiente entre quem acusa e quem julga, delegando-se inteiramente o poder de acusação à área técnica, e remanescendo com o Colegiado o poder de julgamento.

Daí porque me pareçam muito injustas as afirmações que foram feitas pelas defesas quanto à atuação da Comissão de Inquérito, muito embora seja possível compreender a revolta e a indignação das pessoas — mais dos acusados, e menos dos advogados. Advogados servem exatamente para realizar uma análise mais fria e técnica dos casos, protegendo seus clientes da natural confusão entre razão e emoção, quase sempre prejudicial à defesa. Assim, é dupla a qualidade dos advogados: eles sabem o Direito e não são os acusados. A relevância desta última qualidade é atestada pelo fato de que, como sabemos, os advogados surgiram antes dos cursos jurídicos, como pessoas capazes de estar diante dos fatos, de formular um julgamento no melhor interesse do cliente, parcial mas distante, distante mas focado.

As defesas orais da indiciada Hedging Griffó e de outros indiciados, tanto pela Dra. Marília Camacho, quanto pela Dra. Luíza Rangel — ambas advogadas que outrora compuseram os quadros da CVM — afirmaram que foi praticamente uma estultice incluir a Hedging Griffó e o Senhor Luís Stuhlberger entre os indiciados nesta acusação.

Não me parece que quem leia o depoimento do Senhor Luís Stuhlberger, que consta dos autos, chegue à mesma conclusão. O Senhor Luís Stuhlberger disse à CVM que operou com o papel da Copel com base em um "*boato de mercado a respeito da privatização da Copel e da realização de uma oferta pública*" (fls. 5.883 a 5.885). Quem o disse foi o próprio Senhor Luís Stuhlberger, que é um administrador extremamente experiente, como foi dito aqui e é notório, sendo gestor de um dos fundos de investimento mais rentáveis e bem-sucedidos do país, e um dos condutores de uma instituição que tem crescido a olhos vistos no mercado brasileiro.

Diante de uma declaração evidentemente imprópria como esta, não pode a Comissão de Inquérito renunciar ao seu dever funcional de atuar, pois seu poder de agir não é só uma prerrogativa, mas também uma obrigação que lhe é imposta. Não se pode, de fato, esperar conduta diversa de um técnico da CVM, ou de qualquer outro órgão. Ele não poderá valer-se dos seus critérios subjetivos para, simplesmente, excluir do indiciamento pessoas que façam esse tipo de declarações, a induzir que operaram com base em boatos, e não seguindo uma linha de investimento.

A Comissão de Inquérito muito menos poderá avaliar o teor ou a pertinência das declarações, adentrando-lhe ao mérito, o que significaria, aí sim, uma atuação *enviesada* e imprópria à sua função acusatória. Inequivocamente, o dever da Comissão de Inquérito, nestes casos, é prosseguir com o indiciamento. Afinal, era a declaração de um dos principais gestores de fundo de investimentos do Brasil.

Ressalte-se que a declaração falava em *boato "a respeito da privatização"* e à "*realização de uma oferta pública*". Quanto à privatização, não se poderia tratar de "*boato*", porque, efetivamente, o "Consórcio Diamante", integrado, entre outros, pela Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda. ("Fator Projetos"), integrante do grupo Fator¹, havia vencido um edital público de licitação para promover a privatização daquela companhia². Este era um fato público, publicado no Diário Oficial: o Consórcio Diamante fora vencedor da licitação para fazer a montagem e execução da operação de privatização.

A conclusão óbvia, portanto, a que chegou a Comissão de Inquérito, foi a de que, se houve menção a *boato*, só poderia ser ao "*boato de realização de uma oferta pública*", pois a privatização da Copel não era um boato, e sim um fato, e público.

Dessa forma, não me parece que pessoas que façam esse tipo de declarações possam depois reclamar que foram

perseguidas pela CVM, ou acusar a Comissão de Inquérito de ter cometido uma injustiça. A Comissão de Inquérito fez o seu trabalho e a CVM fez justiça no momento de fazer justiça, isto é, quando se julga o inquérito e, sendo o caso, absolvem-se aquelas pessoas contra as quais não havia prova, mas havia indícios, mais que indícios — aliás, declarações, no mínimo infelizes, dessas próprias pessoas.

Em sede de trancamento de ação penal, o Superior Tribunal de Justiça já teve a decidir: *A denúncia não se encontra divorciada do apurado no inquérito policial. Apoiou-se nas próprias declarações do paciente e respaldou-se em outros depoimentos. Presentes os indícios de autoria e inquestionável materialidade, o "habeas corpus" não se presta a apreciar o mérito da ação penal, cerceando o direito do Ministério Público de provar o que descreveu. 2. Falta de justa causa não demonstrada. 3. Recurso improvido.*" (Recurso de Habeas Corpus nº 1337 – São Paulo – (910013039-7), acórdão da 5ª Turma, v.u., julgado em 19.08.91, Relator Min. Costa Lima – grifou-se)

Observações nessa mesma linha podem ser estendidas aos indiciados ligados ao Grupo Fator. Embora, insisto, seja compreensível, não é agradável ouvir o argumento *"ad terrorem"* lançado aqui pelo Senhor Venilton Tadini, indiciado ligado à Fator Projetos, que se permitiu lançar até mesmo uma certa "praga", no sentido de que quando não estivermos mais aqui na CVM poderemos vir a ser também vítimas, como ele se diz, de supostas injustiças. Não me parece que isso possa ocorrer, porque eu não sou operador em bolsa de valores e, se o fosse, teria sido muito mais prudente do que o Grupo Fator no caso destes autos.

Um dos pontos jurídicos importantes deste processo é a adequação e o cumprimento das políticas de *chinese wall*. Os mecanismos de *chinese wall* são criados, exatamente, porque coincidências acontecem. Esta é sua razão de existir: a coincidência. Entretanto, os órgãos reguladores do mundo inteiro não podem acreditar na casualidade das coincidências, e, por isto, criaram mecanismos para prevenirem-se contra a ocorrência de coincidências, de forma a restringir ao máximo as possibilidades de construções e defesas ensaiadas *a posteriori*, de acordo com as conveniências de cada um.

Em outras palavras: para que não se tome por coincidência o que é intencional, e vice versa, os reguladores vêm insistindo na adoção prévia de procedimentos de alerta ou, dependendo do caso, de proibição, que, se completos e efetivos, têm a função de sinalizar e evitar a ocorrência de determinados eventos, pouco importando se são, ou não, resultado do acaso. E isso está dito aqui nos autos por pessoas do próprio Banco Fator.

O senhor Armênio dos Santos Gaspar Neto, diretor responsável pelo mercado de ações na Fator Doria Atherino S/A Corretora de Valores, declarou em depoimento que sabia que o grupo tinha recebido mandato para realização da modelagem da operação de privatização da Copel (fls. 5.854 a 5.856). Disse ainda que, por conta disso, a Fator Doria Atherino *"parou de analisar a empresa Copel, de emitir relatórios a ela relativos, bem como de dar opiniões a respeito da empresa"* (fls. 5.854 a 5.856).

Assim, adotaram-se procedimentos de *chinese wall* exatamente porque não se poderia crer que a mesma pessoa que declarou, na página anterior de seu depoimento, que fazia reuniões quinzenais com o senhor Walter Appel e com a equipe do Grupo Fator³, conseguisse comportar-se de forma rigorosamente imune a todas as tentações, e sem receber informações privilegiadas. Quando o senhor Venilton Tadini recebeu a ligação com a notícia da realização da oferta pública de aquisição de ações da Copel, não se acredita que não tenha saído de sua sala, reunido sua equipe, feito, por exemplo, um *conference call* para comunicar outras pessoas, e que tudo isso não tenha sido perceptível aos sócios e pessoas que estavam ao lado.

Por isso é que existem procedimentos de *chinese wall* em nível crescente. Então, quando foram mandatados para a operação, diz o senhor Armênio que: *"paramos de emitir relatórios sobre o papel, bem como de dar opinião a respeito da empresa, quando questionados por clientes"* (fls. 5.854 e 5.856). Disse, ainda, *"que tal orientação foi transmitida verbalmente a todos os operadores e assessores da corretora"* — e, friso — *"inclusive para não indicarem as ações da empresa para clientes da corretora"* (fls. 5.855).

Dessa forma, ao contrário do que afirmou aqui a defesa, o *chinese wall* do Grupo Fator foi perfeitamente considerado pela CVM, e foi considerado falho. Porque não funcionou justamente no momento que envolveu uma informação absolutamente relevante, cuja relevância não escaparia nem ao mais jejuno dos operadores de mercado, muito menos aos experientes sócios e administradores do Grupo Fator. Essas pessoas tinham conhecimento da delicadeza dessa situação, tanto que se apressaram, como descrito aqui pelo senhor Venilton Tadini, em fazer com que a operação ficasse pronta o mais rápido possível. Tratava-se de uma informação muito sensível e havia um cronograma a cumprir.

Evidentemente, o procedimento de *chinese wall* prudente num caso destes seria a elevação do nível de restrição de operação à proibição, isto é, que fosse passada uma ordem de não operação com papéis da Copel a todo Grupo Fator, válida, no mínimo, a partir do momento em que o mandato para a operação tornou-se uma realidade efetiva, e

aplicável tanto à carteira própria quanto aos fundos e carteiras administrados discricionariamente. Afinal, reuniões estavam sendo agendadas com o governo do Estado do Paraná para tratar do assunto. As secretárias estavam emitindo bilhetes aéreos para Curitiba. Documentos estavam sendo recebidos e enviados a respeito da matéria. Toda a equipe estava envolvida na operação. E todos presenciando a situação, ali, na corretora do grupo, que, fisicamente, ficava no mesmo lugar que a administradora de recursos.

Chinese wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o *chinese wall* adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator.

Em alguns outros casos, quando não se deseja proibir por completo os negócios com determinados papéis, chama-se o operador daqueles papéis para o outro lado do muro, coloca-se a pessoa "*over the wall*", ou "*on the other side of the wall*". Tal pessoa (que neste caso seria o senhor Walter Appel) não pode mais operar aquele papel, embora, na mesa, ninguém saiba disso num certo nível de hierarquia, ou embora, até mesmo, a corretora não esteja mais operando em nenhum nível, nos casos mais graves de informação sensível.

Em atenção às passagens da defesa do Grupo Fator que destacam a experiência da Securities and Exchange Commission – SEC Americana e dos *releases* por ela divulgados (fls. 7.437 e ss., 7.442 e ss) – inclusive para o efeito de destacar o rigor das políticas de *chinese wall* do Grupo Fator, que atenderiam até mesmo às exigências daquele órgão regulador – permitimo-nos transcrever a seguinte passagem, que demonstra, claramente, a insuficiência das políticas de *chinese wall* examinadas no caso destes autos

"The SEC Division concluded that firms which conduct investment banking, research or arbitrage activities must maintain some form of watch and restricted lists and conduct reviews of employee and proprietary trading in securities appearing on those lists. (...)

Generally speaking, a restricted list is a current list of securities in which proprietary, employee and certain solicited customer transactions are restricted or prohibited. A watch list is a current list of securities that generally do not carry trading restrictions, but whose trading is subject to close scrutiny by the firm's compliance and/or legal department. Although the dissemination of a watch list generally is limited, a restricted list is usually distributed periodically throughout the broker-dealer to make employees aware of those securities that the firm is restricted or prohibited from recommending and/ or trading.

(...)

A firm must reasonably inquire into or investigate for possible misuse of material, non-public information transactions by any employee or the firm's proprietary accounts, particularly those transactions in restricted list or watch list securities. The need for or extent of such an inquiry or investigation of an employee transaction should be determined by reasonable criteria, including consideration of the timing and unusual dollar amount larger than his normal trading pattern.

(...)

Adequate Chinese walls must include policies and procedures reasonably designed to limit or contain the necessary flow of material, non-public information to employees who have a "need to know", they include: (1) policy statements in this regard; (2) the physical separation of the trading and sales departments from departments which regularly receive confidential information; (3) other restrictions to access, such as separate record-keeping and support systems for sensitive departments; and (4) supervisions of inter-departmental communications involving material non-public information.

Restrictions on inter departmental communication of material, non-public information may be designed primarily to isolate a firm's investment banking department from other departments. Occasions arise when the investment banking department requires information from the research or sales department. The scope and form of an information request itself may, in certain circumstances, tip the employee. In these instances, it may be necessary to bring a research or sales employee 'over the wall' before making a request. Prompt notification should be made to the Compliance and/or Legal Department of any

'wall crossing'.

An employee who is brought over the wall is treated as a temporary member of the investment banking department possessing material, non-public information for Chinese Wall surveillance purposes.

In instances where employees are brought over the wall, a firm must document and maintain written records of: (1) the name of the employee brought over the wall; (2) the employee's department; (3) the date; (4) the name of the issuer(s) involved; and (5) the name of the person requesting that the wall be crossed.

(...)

Firms are reminded that the 'minimum elements' for an adequate Chinese Wall system, as discussed in this memorandum, must be addressed in the firm's written policies and procedures designed to detect and prevent insider trading and must be reasonable for individual circumstances and conditions at each firm."

(Notice to Members 91-45, elaborado conjuntamente pela National Association of Securities Dealers – NASD e pela New York Exchange Commission – NYSE, explicando os elementos mínimos a serem atendidos pelas políticas e procedimentos de Chinese Wall, de acordo com o "*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*", de 1988⁴. O documento pode ser encontrado em http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159000407, consulta feita em 06 de janeiro de 2005).

O Grupo Fator é uma instituição com atuação em diversas áreas, tais como pesquisa e análise de investimento, administração de recursos, banco de investimentos e corretagem de títulos e valores mobiliários. O que se poderia esperar, sobretudo em uma instituição de multi-serviços — notadamente em áreas que apresentam problemas delicados de fluxo de informação e conflito de interesses — é que houvesse algum órgão encarregado do *compliance*, ou, pelo menos, que os executivos seniores ou certas pessoas-chave escolhidas dentro da organização estivessem avisadas e incumbidas de monitorar as operações da corretora.

Ainda nessa linha, parecem-me de especial relevância para atestar a insuficiência dos procedimentos de *chinese wall* do Grupo Fator as declarações e correspondência à época enviada pelo senhor Walter Appel a esta Comissão de Valores Mobiliários (fls. 7.815 e 7.816, 7.818, 7.820 e 7.821). Em tais cartas, "*ao perceber que uma atitude sua poderia vir a ser considerada inapropriada*" (fls. 7.451), o sr. Walter Appel informa sobre as operações realizadas pela FAR – Administração de Recursos Ltda e dispõe-se "*a solucionar qualquer possível mal-entendido*" (fls. 7.454).

Em outras palavras, o sistema vigente foi capaz de verificar o fato depois de ocorrido, mas não de evitá-lo. Claramente, impedir a ocorrência de tais fatos era muito mais relevante do que verificá-los *a posteriori*. Uma estrutura adequada e simples de supervisão que realmente funcionasse já teria evitado o mau uso de informação confidencial e relevante, como apurado neste inquérito administrativo. Mas isto não aconteceu aqui, e portanto não foi afastada a possibilidade de ter ocorrido o uso da informação privilegiada detida pelo Grupo Fator.

A defesa da Hedging Griffio demonstrou uma longa tradição de investimento nos papéis da Copel (fls. 6.931 e ss.), e a CVM não logrou provar que o Sr. Luis Sthulberger detinha a informação privilegiada. Daí a sua absolvição. Mas no caso do Fator, a posse da informação é indiscutível, e os quadros trazidos com a defesa não mostraram qualquer tradição de investimento naqueles papéis. Em verdade, a Fator passaram muito longe disso. A Fator não detinha posições em Copel, até as aquisições analisadas nos autos.

Não me parecem relevantes as afirmações do Grupo Fator, em reiteradas oportunidades, de que não sabia se a operação de oferta pública seria, realmente, realizada, tampouco se a CVM a aprovaria ou não (7.419 a 7.424). Esse era um assunto que, à época, já tinha precedentes na CVM, além de se tratar de uma operação sem dificuldades de aprovação, uma operação absolutamente sadia para o mercado, pois tinha como finalidade estender aos minoritários um benefício que, em princípio, pela legislação em vigor, não lhes seria conferido. Uma operação maculada apenas pela concretização do negócio — dado que a Copel, ao final, não foi privatizada — e pela lamentável situação descrita nestes autos.

Acredito que o senhor Venilton Tadini tenha muito mais restrições a essa operação do que a CVM. Que isso seja, como ele próprio disse aqui, um incômodo em seu sono. Mas a CVM não está aqui para aliviar o sono de quem quer que seja, mas sim para aplicar as regras, e para julgar de acordo com as regras.

No dia 12 de julho — dia seguinte à tomada de decisão interna da oferta pública — o Banco Fator operou 30% do mercado de Copel. No dia 23 de julho, operou 23% do mercado de Copel. No dia 22 de julho, operou 25% do mercado de Copel. Isso não foi a CVM que fez, nem o fez a Comissão de Inquérito: quem fez isso foi uma empresa do Grupo Fator.

Na defesa apresentada pelo Grupo Fator (fls. 7.447 a 7.449) são citadas passagens de um voto de minha autoria em um outro inquérito, do qual fui Relator (Inquérito Administrativo nº 13/2000). Em um dos trechos citei um trabalho da Diretora Norma Parente, quando era advogada aqui na CVM, e afirmei que o *insider* é presumivelmente portador da informação e, portanto, não deve operar. Da mesma forma, disse naquele voto que quando se trata de terceiro que recebe a informação (*insiders* de mercado ou *tippees*), cabe à CVM o ônus de provar que esse terceiro recebeu a informação de alguém⁶. E esse foi exatamente esse o sentido do voto do Diretor Eli Loria, ao absolver a Hedging-Griffo e o Sr. Luis Stulberger, e apenas o Grupo Fator e seu diretor responsável.

Os *insiders* aqui eram as pessoas do Grupo Fator. À época das operações, o senhor Walter Appel era o maior acionista individual da Fator Empreendimentos, sociedade que controlava a Fator Projetos e a FAR – Fator Administradora de Recursos. Era, ainda, diretor responsável pela gestão da FAR – Fator Administradora de Recursos e das carteiras detidas por esta, diretor gerente e sócio controlador indireto da Fator Empreendimentos, a sociedade de controle do grupo. Nessa posição de incontestável autoridade, direção e controle, o senhor Walter Appel reunia-se, quinzenalmente, segundo o depoimento de seus colegas e dele próprio, com todas as pessoas envolvidas e todas as pessoas do grupo para discussões "estratégicas". E estas pessoas detinham a informação; este grupo detinha a informação. Negociações atípicas foram realizadas, o que autoriza a conclusão de que a informação foi usada. Tendo sido usada, deve incidir a pena imposta pelo Diretor Relator.

A CVM tem a missão legal de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado (art. 4º, inc. IV, "c", Lei 6.385/76). Esta é uma de suas responsabilidades mais fundamentais, porque é dela que dependerá o êxito de suas outras atribuições legais, notadamente, a de promover a aplicação da poupança dos investidores em valores mobiliários.

O mercado de capitais brasileiro só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras, dando, assim, sua parcela fundamental de contribuição para o desenvolvimento do país, quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado. Isso é algo que não depende apenas de política econômica e incentivos fiscais, assuntos com os quais nos vemos às voltas rotineiramente, mas, também, dos mercados serem ambientes confiáveis, honestos, onde não se corram riscos diversos dos inerentes ao mercado e, por isto, normalmente esperados.

O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

1 Fator Projetos é controlada pela Fator Empreendimentos e Participações Ltda. ue, por sua vez, também controla, entre outros, a FAR – Fator Administração de Recursos Ltda.

2Edital de Concorrência Internacional n.º 0001/2001 – SEFA, publicado em 08 de janeiro de 2001.

3 "que os srs. Walter Appel e Carlos Alberto Paes Barreto são seus sócios da Fator Dória Atherino Corretora, sendo que, com o primeiro, realiza reuniões quinzenais, onde são tratados assuntos estratégicos e internos da Corretora, e, como segundo, realiza reuniões semanais para tratar de assuntos relacionados ao dia-a-dia da corretora" (fls. 5.584 e 5.586)

4 O memorando conjunto foi divulgado depois que da conclusão, pela "Market Regulation Division" da SEC, em março de 1990, do relatório denominado "Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information", elaborado com a finalidade de efetuar uma revisão ampla dos procedimentos de *chinese wall* em vigor. De acordo com o ali afirmado: "In its review, the division [Division of Market Regulation] noted improvements to procedures employed by major New York broker dealers, as compared to a more narrow scope Chinese Wall review conducted in 1987. Despite these improvements, however, the Division noted certain deficiencies, and identified certain practices that are necessary elements of an adequate Chinese Wall. These minimum elements include review of employee and proprietary trading, memorialization and documentation of firm procedures, substantive supervision of interdepartmental communication by the firm's compliance department, and procedures concerning proprietary trading when the firm is in possession of material, nonpublic information". O documento pode ser obtido a partir do link <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrbdealers.shtml>, consulta feita em 06 de janeiro de 2005).

5 "Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-ia presumir – presunção iuris tantum – que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação, aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis"

6 "Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual estabeleceu que 'tratando-se de um insider de mercado' ou tippee', não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação. Aliás, o mesmo jurista já afirmou tal posição em artigo de 1983, dizendo: 'Tratando-se o insider' de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção 'juris tantum' de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de 'insider de mercado', cabe ao autor da ação ou à CVM provar que tivera acesso à informação relevante"