

SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO

SANCIONADOR CVM Nº 06/2003

Acusados: Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S/A)

José de Menezes Berenguer Neto

Ementa: A caracterização do uso indevido de informação privilegiada acerca de uma determinada companhia pressupõe que tal informação seja relevante, o que pode ser medido pela oscilação de preço dos valores mobiliários de sua emissão. As companhias e instituições financeiras que atuam no mercado de capitais devem zelar pela existência de procedimentos eficazes no controle e uso de informações que possam ser consideradas privilegiadas, inclusive abstendo-se de negociar valores mobiliários que possam colocá-las em situações de potencial conflito de interesses.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, absolveu o Banco BBA Creditanstalt S/A e o senhor José de Menezes Berenguer Neto da imputação de infração ao artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84 (uso indevido de informação privilegiada).

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

Proferiram defesa oral os advogados Nelson Eizirik, representando o Banco BBA Creditanstalt S/A (atual Banco Itaú BBA S/A) e José Ópice, representante legal do senhor José de Menezes Berenguer Neto.

Presente o procurador Clovis Silva de Souza, representante, na CVM, da Procuradoria-Federal Especializada.

Participaram do julgamento os diretores Norma Jonssen Parente, relatora, Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 14 de setembro de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 06/2003

Acusados: Banco BBA Creditanstalt S.A. (Atual Banco Itaú – BBA S.A.)

José De Menezes Berenguer Neto

Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente

Relatório

1. Em meados de 2002, os meios de comunicação publicaram diversas reportagens sobre uma possível especulação com ações de emissão da Globo Cabo S.A. Estas notícias chamaram a atenção da Gerência de Acompanhamento de Mercado – GMA-2, que decidiu analisar os negócios envolvendo tais ações.
2. De acordo com as matérias veiculadas na mídia, a procura por aluguel das ações emitidas pela Globo Cabo havia atingido seu recorde em 20/06/02, refletindo uma forte expectativa de depreciação destes papéis, o que poderia estar relacionado com uma operação de capitalização da companhia noticiada em 12/03/02.
3. A referida operação, no valor de R\$1 bilhão, consistiu na conversão de debêntures e na integralização em dinheiro de novas ações a serem emitidas. O preço de emissão destas ações foi definido em processo de bookbuilding e com base nele foi determinada a quantidade de ações atribuídas aos debenturistas que optaram pela conversão¹.

4. Pelo montante envolvido na capitalização da companhia e pela possibilidade de diluição de seus acionistas, as condições em que fosse concretizada a operação poderiam influenciar substancialmente o preço dos ativos emitidos pela Globo Cabo já em negociação no mercado. Daí porque a GMA-2 passou a trabalhar com a hipótese de que a forte expectativa, posteriormente concretizada, de desvalorização das ações da companhia (código de negociação: PLIM4) decorresse de alguma informação privilegiada relacionada com a operação, uma suspeita que se acentuou quando constatado que o volume financeiro nas negociações envolvendo tais ações aumentou consideravelmente às vésperas da comunicação ao mercado da intenção dos controladores de capitalizar a companhia.

Do Relatório de Análise

5. Assim, no Relatório de Análise 019/02 (fls. 02/30), foram analisados os negócios com ações da Globo Cabo realizados no mercado à vista da Bovespa entre 06/03/02 e 13/03/02 e, paralelamente, as operações envolvendo empréstimos e opções de compra destes mesmos papéis entre 02/01/02 e 21/06/02. A fim de facilitar a mensuração financeira das operações adiante comentadas, convém registrar que o papel PLIM4 oscilou entre R\$0,73 e R\$0,50 no mês de março de 2002.
6. O trabalho se concentrou na atuação dos principais negociadores nestes mercados, com o intuito de apurar se entre eles havia algum dos participantes da operação de capitalização da companhia e que, portanto, poderiam ter atuado com base em informações privilegiadas. Dois investidores se enquadraram neste perfil: o Banco BBA Creditanstalt S.A e o Banco UBS Warburg S.A. Ademais, por serem instituições vinculadas a este último, UBS Warburg LLC e UBS AG London Branch também foram destacados pelo Relatório de Análise, ainda que não tenham participado diretamente da operação de capitalização da Globo Cabo.
7. O Banco BBA Creditanstalt S.A, apesar de não estar entre os maiores negociadores do papel neste período, realizou, no mercado à vista, entre 7 e 11 de março, a venda de 2.000.000 de ações PLIM4 e a compra de apenas 16.000 destas mesmas ações. Além disto, atuou como tomador de 7.000.000 de ações no dia 06 de março (fl. 14).
8. Nos esclarecimentos prestados à CVM (fls. 15/17), o Banco informou que estas ações eram de sua carteira própria e que as vendas se destinaram a realizar o delta hedge – neutralização temporária do risco direcional – das opções de conversão das debêntures também detidas na carteira própria do banco. De acordo com os cálculos da instituição, considerando o modelo de BLACK & SCHOLES, e assumindo uma volatilidade de 75% das ações, seria necessária a venda de 3.609.000 ações PLIM4 para atingir o pretendido delta hedge. Uma vez que a instituição já estava com saldo vendido de 1.609.000 ações, restava vender 2.000.000 de ações. O diretor apontado como responsável pela formulação desta estratégia foi o Sr. José Menezes Berenguer Neto.
9. Também foi informado que a instituição mantinha uma lista restrita – lista de companhias às quais prestava serviços, cujos valores mobiliários não podiam ser negociados pelo banco ou por seus funcionários sem prévia autorização do Departamento de Mercado de Capitais.
10. Quanto ao Banco UBS Warburg S.A., sua participação no processo de capitalização da Globo Cabo, segundo manifestação desta última, teria se iniciado apenas em abril de 2002, portanto, após o anúncio da operação ao mercado. De toda sorte, verificou-se que o investidor, entre 06/03/02 e 13/03/02, adquiriu 1.485.000 ações PLIM4 e alienou 1.417.000, sem auferir lucro nestas operações (fl. 17).
11. Das instituições a ele relacionadas, o UBS Warburg LLC alienou, em 11/03/02, 805.000 ações PLIM4 a um preço médio de R\$0,72. Já o UBS AG London Branch, além de ter adquirido, em 13/03, 100.000 ações ao preço de R\$0,62, figurou, até o fim do primeiro semestre de 2002, como o maior tomador de tais ações, com 20.000.000 de ações emprestadas em 18/06/01 e 31/10/01.
12. Além destes comitentes, a GMA-2 também analisou os investidores que, embora não guardassem qualquer relação aparente com a estruturação da capitalização da Globo Cabo, tiveram participação expressiva na negociação dos ativos de sua emissão (fls. 18/21).
13. Nas vendas no mercado à vista, destacaram-se, em ordem decrescente de volume financeiro, Peterson Balderrama dos Reis, Alexandre Medaber, Romanche Investment Corporation LLC, Claritas Hedge FIF, Morgan Stanley Financial Products LTD e Portfolio Brazil LLC. Destes, apenas Romanche Investment Corporation, Claritas Hedge FIF e Portfolio Brazil operaram com ações obtidas por empréstimos. Os demais alienaram ações adquiridas poucos dias antes (ou muitas vezes no mesmo dia), autorizando a pressuposição de que não tinham qualquer informação relevante e pretenderam somente se beneficiar das oscilações de um papel extremamente volátil.

14. Por outro lado, alguns investidores que não tiveram vendas tão expressivas no mercado à vista participaram intensamente das operações de empréstimo efetuadas no período analisado. É o caso do Principal Business S.A. e do Skopos GPS FIA. Cabe aqui salientar que a ênfase dada às operações de empréstimo justifica-se porque neste mercado foram encontrados os principais indícios de suposto uso de informação privilegiada. Basta dizer que a quantidade de ações PLIM4 emprestadas cresceu 110% entre 28/02/02 e 11/03/02 (fl. 23), quase todas distribuídas entre apenas 7 tomadores.
15. Quanto ao mercado de opções, apurou-se apenas que as posições se mantiveram uniformes ao longo do período analisado, com o lançamento descoberto superando fartamente o lançamento coberto (fl. 27).
16. Em razão dos indícios colhidos neste Relatório de Análise, sugeriu-se a instauração de inquérito administrativo para investigar a eventual infração ao artigo 11 da instrução CVM nº 31/84. A matéria foi submetida ao Colegiado que, em reunião realizada no dia 29 de outubro de 2002, aprovou a proposta de abertura de inquérito (fl. 35).
17. Foram acostados aos autos (fls. 39/429) os documentos que embasaram o Relatório, a saber, notícias e fatos relevantes publicados pela companhia; demonstrações financeiras; informações prestadas pela Globo Cabo e pelo Banco BBA Creditanstalt; relação dos principais negociadores das ações PLIM4; relatório das posições em aberto de empréstimos e das posições em opções de compra destas ações.

Dos trabalhos da Comissão de Inquérito

18. A Comissão de Inquérito designada, buscando aprofundar a investigação iniciada pela GMA-2, analisou as negociações de todos os investidores acima citados envolvendo ações da Globo Cabo, embora novamente dedicando especial atenção aos que atuaram como tomadores de tais papéis em empréstimos. Diversas pessoas foram intimadas a prestar depoimento ou a fornecer informações.
19. Com relação ao investidor estrangeiro Romanche Investment Corporation LLC, representado legalmente pelo Banco Pactual S.A., apurou-se que:
 - a. Nos termos do contrato firmado entre o Banco Pactual e o investidor estrangeiro, a administração de carteira efetuada pelo banco tinha natureza não discricionária, razão pela qual a instituição financeira não conhecia a estratégia do investidor à época das operações (fl. 436);
 - b. Antes da contratação do empréstimo de 10.000.000 de ações PLIM4 em 28/02/02, a Romanche já tinha o papel em carteira e o negociava (fl. 449);
 - c. Após entrar em contato com o investidor, o Banco Pactual esclareceu que a estratégia do investidor era compor uma carteira formada por ações integrantes do índice Bovespa, o que incluía as ações de emissão da Globo Cabo;
 - d. No entanto, ainda de acordo com as informações prestadas pelo investidor ao seu representante legal, como em 2001 a companhia apresentava um endividamento elevado e o cenário econômico do país estava se deteriorando, a Romanche passou a acreditar que as mencionadas ações fossem se desvalorizar e, por isso, adotou uma posição vendida, buscando hedge com opções de compra caso houvesse dificuldade em renovar os empréstimos;
 - e. A Romanche informou ainda que não teve conhecimento de informações sobre ato ou fato relevante antes destes serem divulgados ao mercado e que suas vendas já faziam parte de uma estratégia previamente elaborada (fls. 519/520).
20. O Banco Pactual também forneceu, a pedido da CVM, a lista de ações e opções na carteira da Romanche em 13/03/2002 (fls. 451/456), discriminação por data das operações de mútuo das ações PLIM4 entre 02/01/2001 e 28/02/2002 (fls. 457/458) e discriminação das operações nos mercados à vista e de opções com estas ações no primeiro trimestre de 2002 (fls. 521/522).
21. Para a análise da atuação do investidor Claritas Hedge Fundo de Investimento Financeiro, foi intimado para prestar depoimento o Sr. Renato Ribeiro Fortes Abucham (fls. 548/549), sócio-gerente da empresa Claritas Serviços Financeiros S/C Ltda, que por sua vez é administradora da carteira do Claritas FIF. As principais informações fornecidas pelo depoente foram:
 - a. A decisão de operar com o papel Globo Cabo foi tomada com base em análises iniciadas em 2001, quando a companhia noticiou em sua terceira informação trimestral a existência em seu patrimônio

líquido de adiantamentos para futuro aumento de capital oriundo de sociedades ligadas;

- b. Ademais, o endividamento da companhia estava em níveis superiores aos previstos nos Convenants das debêntures, o que poderia ensejar a liquidação antecipada destes títulos;
 - c. Ainda assim, a ação PLIM4 subira cerca de 20% em fevereiro de 2002, levando o investidor a crer que esta seria uma boa oportunidade para vender o papel de forma especulativa;
 - d. Portanto, o fundo efetuou empréstimos destas ações nos dias 05, 06 e 11 de março de 2002 e concomitantemente as vendeu em bolsa. Como hedge, adquiriu 2.285.000 opções de compra.
22. A análise da participação dos comitentes vinculados ao Banco UBS iniciou-se pela requisição à UBS Warburg CCVM S.A. de informações relativas aos comitentes UBS Warburg LLC (cuja nova denominação é UBS Securities LLC) e UBS Warburg London Branch. Foram solicitadas as fichas cadastrais destes investidores (fls. 469/472, 477 e 480/481), ordens de compra e venda por eles transmitidas envolvendo ações da Globo Cabo (fls. 478/479 e 482/518) e informação sobre o representante legal dos investidores no País (fl. 468).
23. Tendo sido constatado que o representante legal dos investidores é o Bank Boston Banco Múltiplo S.A., foi intimado para prestar esclarecimentos o Sr. Luiz Carlos Belinello, funcionário da instituição. Em seu lugar, porém, compareceu a Sra. Elaine Dídimo, também funcionária, dizendo-se responsável pelo relacionamento com os comitentes investigados.
24. A partir do depoimento prestado pela Sra. Elaine e das informações posteriormente requisitadas apurou-se que:
- a. O Bank Boston Banco Múltiplo S.A. era representante legal apenas do UBS Warburg LLC e UBS AG London Branch e não do Banco UBS Warburg S.A (fl. 525);
 - b. Em momento algum o Bank Boston participou do processo decisório da compra ou venda de valores mobiliários para a carteira destes clientes (fl. 525);
 - c. Segundo informações obtidas junto aos investidores, a UBS Securities LLC teria adquirido em nome próprio, para facilitar a execução da ordem de um de seus clientes, 100.000 ADRs da Globo Cabo. Para não elevar sua própria exposição nos valores mobiliários desta companhia, a UBS Securities LLC teria decidido vender, no mercado local, 900.000 ações PLIM4, tendo conseguido executar a venda de 805.000 destas ações (fl. 586);
 - d. Quanto às operações de empréstimos originadas em 2001, a instituição informou que tiveram por objetivo permitir a realização de vendas no mercado à vista, vendas esta que, por seu turno, cobririam o risco inerente às opções de compra detidas pela UBS Securities;
 - e. No que tange às aquisições de ações em março de 2002, foi informado que também se destinaram a cobertura de risco, neste caso o risco resultante do saldo vendido de operações envolvendo aquisição de opções de compra, venda de opções de venda e venda de swaps relativos a ações da Globo Cabo.
25. Os investidores Portfolio Brazil LLC e Principal Business S.A. informaram (fls. 570/573) que suas operações de venda de ações emprestadas embasaram-se nos seguintes motivos:
- a. Forte alavancagem financeira da companhia, equivalente a seis vezes o EBITDA anual;
 - b. Sucessivas e frágeis performances operacionais, devido à tímida taxa de crescimento da base de clientes e agravada pelos custos atrelados ao dólar de seus programas de TV;
 - c. Elevado desconto atribuído aos títulos da Globopar S.A., companhia que pertencia ao bloco de controle da Globo Cabo;
 - d. A existência no balanço da Globo Cabo da quantia de R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) para futuro aumento de capital, o que representava uma possibilidade de diluição dos acionistas;
 - e. O fato de as ações da companhia estarem sendo negociadas por preços elevados se comparados a outras ações do mercado brasileiro e, em fevereiro, ainda experimentarem uma valorização injustificada de cerca de 20%.
26. Os investidores destacaram também que já apresentavam posição vendida em ações PLIM4 desde junho de

2000.

27. Cumpre ainda mencionar que o depoente Luiz Eduardo Zago informou que o gestor responsável pela transmissão das ordens de compra e venda para as carteiras dos investidores era o Sr. Carlos Eduardo Ambrósio, atualmente vinculado à Claritas Serviços Financeiros S/C Ltda.
28. Por fim, quanto ao Banco BBA Creditanstalt, a Comissão de Inquérito iniciou sua apuração pelo depoimento do Sr. Pércio Freire Rodrigues de Souza (fls. 546/547), que fez as seguintes declarações:
 - a. Em março de 2002, a pessoa responsável pela administração da carteira própria do Banco BBA era o Sr. José de Menezes Berenguer Neto;
 - b. No exercício de suas funções de assessoria na área de mercado de capitais, o depoente, de forma geral, tinha acesso a informações estratégicas ainda não veiculadas para o mercado;
 - c. As tratativas entre os acionistas para a realização do aumento de capital da Globo Cabo já estavam em andamento desde o final de 2001;
 - d. Uma vez que o banco estava prestando serviço de assessoria à Globo Cabo, as ações PLIM4 deveriam constar da lista restrita mantida pela instituição financeira e, ao que se recorda, isto de fato ocorreu.
29. Foi então intimado a prestar depoimento o Sr. José de Menezes Berenguer Neto (fls. 576/578), cujas informações mais relevantes são as seguintes:
 - a. O operador e o tesoureiro tinham autonomia e liberdade para realizar operações de compra e venda de valores mobiliários para a carteira própria do BBA desde que obedecidos os limites estabelecidos pelo comitê executivo sob responsabilidade do depoente;
 - b. Nem toda a movimentação das ações PLIM4 conduzida pelo banco entre 05/01/00 e 05/03/02 foi motivada pela obtenção do delta hedge das debêntures da Globo Cabo. Uma parte teria sido giro diário da carteira da instituição. Todavia, os negócios realizados nos dias 07, 08 e 11 de março de 2002 destinaram-se exclusivamente à composição do hedge;
 - c. O depoente sabia que havia algum tipo de negociação entre o BBA e a Globo Cabo, mas não sabia se as ações PLIM4 estavam incluídas na lista restrita, mesmo porque o depoente estaria acima do chinês wall;
 - d. Alguns dias depois, o operador Marco Armelim o teria informado a venda de alguns lotes de ações PLIM4, quando então descobriu que o papel de fato estava incluso na lista restrita. A negociação das ações, portanto, teria ocorrido devido a uma falha do operador, que, desrespeitando determinação da instituição, não teria consultado o Back Office para saber se o papel estava ou não com negociação restrita. Após este incidente, houve mudança no procedimento do banco, passando a lista a ser distribuída semanalmente ou quando houvesse alteração.
30. Posteriormente, em ofício enviado à CVM, foi informado ainda que o banco não possuía ações PLIM4 em março de 2002. Logo, todas as ações alienadas eram ações emprestadas. O Banco BBA também declarou não ter operado opções de PLIM4 em fevereiro e março de 2002 e que tampouco existiam à época posições em aberto.

Do Relatório da Comissão de Inquérito

31. De posse dos indícios colhidos, a Comissão de Inquérito elaborou seu Relatório (fls. 651/673). Após nova análise das atuações individuais dos principais vendedores das ações de emissão da Globo Cabo, as conclusões apresentadas – adiante resumidas – foram bastante similares às do Relatório de Análise da lavra da GMA-2.
32. Com relação a Peterson Balderrama Reis, maior comprador e vendedor de ações PLIM4, embora tenha obtido um pequeno lucro no mercado de opções, realizou prejuízo no mercado à vista, o que provavelmente não teria ocorrido se este investidor detivesse alguma informação privilegiada.
33. Alexandre Medaber obteve um pequeno lucro através de bem-sucedidas operações de day-trade. As sucessivas alternâncias entre compras e vendas denotam uma estratégia focada no aproveitamento das oscilações de curto prazo nos preços do papel, comportamento incompatível com o uso privilegiado de

informações relevantes. O mesmo pode-se dizer do investidor Skopus GPS Fundo de Investimento em Ações.

34. Similarmente, o comitente Morgan Stanley Financial Products Ltd. atuou com igual intensidade nas operações de compra e venda ao longo do período analisado. Mais uma vez, pressupõe-se que, se o investidor detivesse qualquer informação relevante, ele tenderia a atuar de forma muito mais expressiva na ponta vendedora.
35. Os ganhos dos investidores Portfolio Brazil LLC e Principal Business S.A. também foram considerados regulares. A análise dos comitentes sobre a companhia refletia elementos de amplo conhecimento do mercado e que autorizavam a presunção de que as ações fossem se desvalorizar. Logo, apesar do ganho ter decorrido de operações especulativas envolvendo grande quantidade de ações emprestadas, os elementos de prova nos autos não caracterizaram uso privilegiado de informações relevantes por parte destes comitentes.
36. Quanto ao Claritas Hedge FIF, tampouco surgiram provas suficientes de irregularidades, haja vista que o fundo é caracterizado por efetuar operações de alto risco, como as que estão sob análise neste processo. A decisão de tomar ações por empréstimo para aliená-las foi baseada nas razões expostas no depoimento do Sr. Renato Abucham. Ademais, não causou qualquer estranheza à Comissão de Inquérito o fato de que o Sr. Carlos Ambrósio, atualmente vinculado a este investidor, estivesse, à época dos fatos apurados, relacionado aos investidores estrangeiros Portfolio Brazil LLC e a Principal Business S.A., também investigados.
37. O investidor Romanche Investment Corporation LLC vinha alternando compras e vendas de ações PLIM4 até o dia 12/03/02. Como, de modo geral, as vendas superavam as compras, a instituição adquiriu opções de compra destas ações, em conformidade com a estratégia de hedge comunicada à CVM. A partir do dia 13/03/02, portanto posteriormente ao fato relevante, este comportamento mudou, passando o investidor a realizar vendas maciças. Não foi possível concluir que este investidor tenha atuado com informações relevantes ainda não divulgadas.
38. No que toca aos investidores ligados ao Banco UBS Warburg S.A., constatou-se que os elementos obtidos durante a investigação não permitiram contrapor a argumentação por eles apresentada. Neste sentido, destacou-se que o Banco UBS Warburg S.A. só iniciou suas atividades na operação de capitalização da companhia após a divulgação do fato relevante de 12/03/02 e que houve atuações díspares por parte da UBS Warburg LLC (que vendeu 805.000 ações) e do UBS Warburg London Branch (que comprou 100.000 ações).
39. Todavia, quanto ao Banco BBA Creditanstalt S.A., a Comissão de Inquérito concluiu que houve uso privilegiado de informações relevantes, pois, sendo instituição líder da operação de capitalização da Globo Cabo, o banco deveria ter se absterido de negociar valores mobiliários por esta emitidos. Ao invés disto, alienou 2.000.000 de ações PLIM4 nos pregões de 07, 08 e 11.03.02.
40. A Comissão não foi convencida pelo argumento de que as vendas se destinaram a cobrir o risco da oscilação do preço da ação frente às debêntures conversíveis existentes na carteira do banco. De acordo com o entendimento exposto no Relatório, como as debêntures foram adquiridas em 05/01/00 e neste período o banco sempre alternou compras e vendas de ações PLIM4, não estaria configurada uma estratégia de hedge. Ademais, o próprio José de Menezes Berenguer Neto, Diretor de Tesouraria, afirmou que nem todas as ações adquiridas nestes 27 meses destinaram-se à cobertura de risco das debêntures.
41. Teria ocorrido, ainda, uma contradição entre as informações prestadas pelo banco e o depoimento do Sr. José de Menezes. O BBA teria tentado defender a lisura dos negócios com base nas regras de compliance e na necessidade de hedge. Por seu turno, o Diretor de Tesouraria teria admitido uma falha no cumprimento da lista de restrições. Embora esta falha tenha sido atribuída ao operador Marco Armelim, não se pode deixar de imputar responsabilidade ao Diretor que tinha o dever de fazer cumprir as regras internas do banco.
42. De toda sorte, não seria crível que este Diretor, tendo conhecimento das negociações entre o BBA e a Globo Cabo, não supervisionasse as operações de bolsa do Banco ou que sequer soubesse que os valores mobiliários emitidos pela Globo Cabo figuravam na lista restrita.
43. Forte nestes argumentos, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização do Banco BBA Creditanstalt S.A. e do Sr. José de Menezes Berenguer Neto, Diretor de Tesouraria, por infração ao artigo 11 da Instrução CVM nº 31, de 08/02/84, vigente à época dos fatos.
44. Devidamente intimados (fls.677/678), os acusados apresentaram suas defesas tempestivamente.

Das Razões de Defesa

45. O Banco Itaú-BBA S.A., sucessor do Banco BBA Creditanstalt S.A., alegou em sua defesa (fls. 699/752) que:

- a. A tipificação do insider trading exige que seja demonstrada a existência da informação passível de ser qualificada como privilegiada, bem como a utilização indevida desta informação;
 - b. Em momento algum foram apontadas as informações relevantes e sigilosas de que o BBA Creditanstalt S.A. teria tomado conhecimento em razão dos serviços prestados à Globo Cabo;
 - c. A precariedade da situação atravessada pela companhia, assim como as informações referentes à sua capitalização, já eram de conhecimento público, como se comprova inclusive pelo depoimento dos outros investigados. Tais informações não eram privilegiadas;
 - d. As vendas de ações PLIM4 promovidas pelo BBA não tiveram cunho especulativo, mas, de fato, buscaram compor o delta hedge das debêntures conversíveis e das ações detidas na carteira da instituição;
 - e. A estratégia de delta hedge, conforme exposto em parecer anexado pelo defendente, consiste na montagem de uma carteira insensível, ao menos temporariamente, à variação do preço de mercado causador de risco de perda ou ganho. Para que uma carteira fique completamente imune à variação de preços de mercado, seu delta deve ser zero;
 - f. As debêntures conversíveis são títulos híbridos, pois, além de serem títulos de renda fixa, também apresentam a peculiaridade de embutir um direito de troca por ações da companhia emissora. Essa possibilidade de conversão, a critério do debenturista, se equipara a uma opção de compra de ações;
 - g. Assim como as opções, as debêntures conversíveis possuem um determinado delta, que varia conforme as taxas de juros, tempo restante até o vencimento e, principalmente, o preço do ativo-objeto, no caso, ações da Globo Cabo;
 - h. A existência de um delta positivo significa uma posição comprada, que melhora se o preço dos ativos subir e piora se estes preços caírem. Um delta negativo, por outro lado, seria a hipótese inversa – uma posição vendida, cuja melhora está ligada à queda dos preços dos ativos-objeto. Se o delta é zero, o ganho que se obtém com os ativos que tenham delta positivo é compensado pela perda naqueles com delta negativo. E vice-versa;
 - i. Como as debêntures conversíveis tenderiam a se valorizar conforme se valorizassem as ações PLIM4 (delta positivo), impunha-se reduzir o delta, e uma das formas de fazê-lo, é vender ativos com delta positivo. Daí porque foram alienadas algumas ações PLIM4, que, sendo o próprio ativo-objeto, têm necessariamente delta positivo;
 - j. Uma vez que, como se disse, o delta das opções não é fixo, são necessários constantes ajustes para mantê-lo em determinado patamar. Logo, não há fundamento para o argumento da Comissão de Inquérito, no sentido de que a alternância entre compras e vendas é incompatível com a finalidade de hedge;
 - k. Se o banco tivesse a intenção de especular, teria alienado todos os 7.000.000 de ações mutuadas, mas não alienou sequer a metade de tais ações, pois bastariam 2.000.000 de ações para realizar a cobertura do risco direcional;
 - l. Corroborando esse entendimento, deve ser registrado que do total de 7.000.000 de ações tomadas por empréstimo, o banco alienou exatamente a quantidade necessária para atender à estratégia de hedge, devolvendo ao mutuante os restantes 4.000.000 e permanecendo com apenas 750.000 na sua carteira;
 - m. É incongruente que a CVM tenha reconhecido a validade da estratégia de delta hedge para outros investidores e apenas no caso do BBA tenha concluído pela existência de insider trading;
 - n. A acusação formulada contra o defendente é temerária, pois não há indícios de materialidade e autoria. Nem o fato de se dizer irregular foi provado, mas meramente suposto;
 - o. Ademais, há uma flagrante violação dos princípios da eficiência e da proporcionalidade, haja vista que já foram adotadas medidas que aperfeiçoaram a repressão à eventual prática de insider trading.
1. Por seu turno, o acusado José de Menezes Berenguer Neto, em sua defesa (fls. 763/974), sustenta o seguinte:
 - a. As operações realizadas pelo Banco BBA tiveram a finalidade de hedge. Na defesa desta assertiva,

vale-se da mesma argumentação técnica já exposta, inclusive embasada sobre o mesmo parecer que acompanhou a defesa do banco;

- b. Não foi apontada qual a informação privilegiada que o acusado teria utilizado, mas, de toda sorte, a deterioração da situação financeira da Globo Cabo e sua capitalização já eram de conhecimento público, como afirma o próprio Relatório. Logo não eram privilegiadas. Ainda que as referidas vendas de ações não tivessem finalidade de hedge, isto em nada afetaria sua legitimidade, eis que não havia informação sigilosa detida pelo banco;
- c. Se o banco não buscasse reduzir seus riscos, seus administradores poderiam até mesmo vir a incorrer em gestão temerária;
- d. É impossível concluir que da simples operação de capitalização da companhia decorresse uma inevitável depreciação das ações, tanto assim que no dia em que foi efetivamente noticiada a operação, as ações PLIM4 apresentaram oscilação positiva de 7,46%;
- e. Não há qualquer contradição entre as informações prestadas pelos defendentes. Enquanto o BBA alegou que a finalidade da venda de ações foi efetuar hedge, o Sr. José Menezes simplesmente sugeriu que poderia ter havido uma falha de comunicação interna, que é absolutamente irrelevante para os fins deste Inquérito;
- f. O Sr. José de Menezes não pode ser penalizado por ato praticado por terceiro, que sequer chegou ao seu conhecimento.

Da Proposta de Termo de Compromisso

2. Os indiciados também formularam proposta de termo de compromisso (fls. 1006/1013 e 1015/1017), sugerindo a realização de seminários, um no Rio de Janeiro e outro em São Paulo, sobre aspectos jurídicos relacionados ao insider trading.
3. A respeito desta proposta, a PFE declarou não existirem óbices jurídicos quanto à sua aceitação, eis que atendidos os requisitos do artigo 11, § 5º da Lei 6385/76 (fls. 1019/1021). No entanto, quanto ao mérito, o Procurador-Chefe registrou entendimento no sentido de que a sugestão dos proponentes era manifestamente insuficiente para fazer face aos danos causados ao mercado em decorrência da conduta irregular (fl. 1022).
4. Submetida ao Colegiado desta autarquia, a proposta foi unanimemente rejeitada por não ser considerada oportuna nem conveniente (fl. 1029).

É o Relatório.

1 Como houve aumento de capital durante o prazo para a conversão das debêntures, a quantidade de ações atribuída a cada debênture era definida pelo resultado da divisão do P.U. deste título (no dia da solicitação da conversão) pelo preço de emissão das ações, definido no processo de *bookbuilding*.

VOTO

EMENTA: A caracterização do uso indevido de informação privilegiada acerca de uma determinada companhia pressupõe que tal informação seja relevante, o que pode ser medido pela oscilação de preço dos valores mobiliários de sua emissão. As companhias e instituições financeiras que atuam no mercado de capitais devem zelar pela existência de procedimentos eficazes no controle e uso de informações que possam ser consideradas privilegiadas, inclusive abstendo-se de negociar valores mobiliários que possam colocá-las em situações de potencial conflito de interesses.

Introdução

1. Dentre todas as irregularidades a que está sujeito o mercado de valores mobiliários, poucas – ou talvez nenhuma outra – afetam tanto sua credibilidade quanto o uso indevido de informações privilegiadas, o chamado insider trading.
2. No intuito de reprimir tal prática, o legislador chegou até mesmo a inseri-la no âmbito do ilícito penal, como se depreende da leitura do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, a saber:

Art. 27-D Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena: reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.
3. Do mesmo modo, também na esfera administrativa sempre se procurou coibir o insider trading. Diversas normas foram editadas

neste sentido, inclusive a Instrução CVM nº 31/84¹, em vigor à época dos fatos noticiados neste inquérito, cujo artigo 11 dispunha:

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.

4. No caso do qual se cuida, apura-se se o então Banco BBA Creditanstalt S.A. teria infringido este dispositivo ao alienar 2.000.000 de ações de emissão da Globo Cabo às vésperas da divulgação do fato relevante que noticiou uma operação de capitalização da empresa no valor de R\$ 1 bilhão, operação esta que contou com a participação direta do banco. Vale lembrar que após esta data o papel acentuou sua tendência de queda, vindo a apresentar expressiva depreciação nos meses subseqüentes.

DA PRELIMINAR

Da suposta falha da acusação ao apontar a informação privilegiada que teria sido indevidamente utilizada pelos indiciados.

5. Inicialmente, gostaria de abordar uma questão que, embora não tenha sido argüida como preliminar, me parece que deva ser enfrentada como tal. Trata-se da alegação dos defendentes de que sequer sabiam qual a informação privilegiada objeto da acusação que lhes fora feita.
6. É evidente – e basta uma breve passada de olhos no processo para comprová-lo – que a informação aludida é a operação de capitalização da companhia, divulgada em 12.03.02. Não soa possível que os defendentes pudessem ignorar a informação sobre a qual versava o processo, e, de fato, não parecem tê-la ignorado. Tanto assim que, a despeito da pretensa ignorância quanto à acusação formulada neste processo, os indiciados dela se defenderam plenamente.

Da importância do chamado *Chinese Wall*

7. Superada esta questão, gostaria de, antes de propriamente entrar no mérito, comentar um outro ponto: a importância dos procedimentos de *Chinese Wall*, que mais uma vez se provaram absolutamente necessários e que, se tivessem funcionado adequadamente, teriam evitado todo o desgaste deste processo.
8. O tema já foi abordado diversas outras vezes pela CVM, merecendo destaque o Processo Administrativo Sancionador nº 18/01, julgado em 04 de novembro de 2004, no qual o Presidente da CVM Marcelo Trindade advertiu:

"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.

(...) *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".

9. Transpostas para o presente caso, tais observações também se provam extremamente pertinentes. O Banco BBA estava participando da elaboração da operação de capitalização da Globo Cabo e, nestas condições, qualquer negociação que fizesse com valores mobiliários de emissão desta companhia soaria, no mínimo, suspeita.
10. Em nome da cautela, impunha-se que o Banco BBA se abstinhasse de negociar com as ações PLIM4. Afinal, não é prudente desconsiderar o risco de que eventuais informações relevantes de companhias com as quais o Banco mantivesse relação de prestação de serviços fossem escapar aos profissionais encarregados da gestão de sua carteira própria.
11. Embora, segundo alegam os defendentes, o BBA tivesse procedimentos internos direcionados exatamente a impedir a negociação de valores mobiliários de companhias relacionadas, ficou claro que tais mecanismos não funcionaram com relação às ações da Globo Cabo.
12. Aliás, não se trata de nenhuma suposição – os próprios indiciados afirmaram expressamente que a negociação com as ações PLIM4 decorreu de uma falha no Chinese Wall. As ações da Globo Cabo estavam incluídas na lista restrita do BBA, o que em tese deveria impedir sua negociação. Todavia, para que essa restrição se tornasse efetiva, os operadores deveriam consultar previamente o setor de back office da instituição, algo que não ocorreu e nem por isso a negociação sofreu qualquer tipo de obstrução.
13. E mais: ainda de acordo com as alegações dos indiciados, a falha só teria chegado ao conhecimento do Diretor de Tesouraria dez ou quinze dias depois de ocorrida. Assim, não apenas o Banco teria falhado ao impedir a negociação com base em informações relevantes como só teria tido meios de interrompê-la vários dias depois, demonstrando um reprovável desgoverno de seus controles internos.

14. Desta forma, resta mais que comprovada a insuficiência dos procedimentos de Chinese Wall vigentes no BBA à época destes fatos. Trata-se de erro bastante grave, que destoa completamente da tendência de refinamento cada vez maior dos instrumentos de controle de informações privilegiadas. Recorro novamente ao voto proferido pelo Presidente Marcelo Trindade no julgamento do PAS 18/03, onde se encontra a referência a documento elaborado pela SEC que trata das regras básicas de funcionamento do Chinese Wall.
15. No entender do órgão regulador norte-americano, os procedimentos de controle do fluxo de informações em empresas que operam no mercado financeiro envolvem, pelo menos: a elaboração e divulgação de uma política própria de Chinese Wall, a separação física entre os departamentos que recebem informações privilegiadas e aqueles que poderiam utilizá-las, supervisão de comunicações entre departamentos diversos, dentre outras medidas.
16. Também a CVM tem crescentemente dedicado atenção ao tema. A Instrução CVM nº 306/99, por exemplo, ao regular a administração de carteira de valores mobiliários, estabelece em seu artigo 15:

Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando:

I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;

II - a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros;

III - a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento;

IV - o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e

V - o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.
17. Assim, ainda que deste processo não venha a resultar nenhuma sanção por conta das falhas em seus procedimentos de Chinese Wall – até porque não foi essa a acusação formulada – devem os defendentes e os demais participantes do mercado despertar para a necessidade de aperfeiçoarem os mecanismos de controle e divulgação de informações, que são o bem mais valioso do mercado de capitais.

DO MÉRITO

Da alegada finalidade de delta hedge

18. De acordo com a tese defendida pelos indiciados, a alienação de 2.000.000 de ações PLIM4 teve a finalidade de neutralizar o risco direcional relacionado a ativos de emissão da Globo Cabo, haja vista que o BBA detinha em sua carteira debêntures conversíveis da companhia.
19. Uma das premissas básicas desta linha de defesa é a analogia entre debêntures conversíveis e opções de compra para fins de aplicação dos modelos técnicos de avaliação. Propõe-se que, no que tange ao direito de conversão em ações, os preços das debêntures seguiriam a mesma lógica dos prêmios das opções de compra destas mesmas ações.
20. A equiparação tem por fundamento a possibilidade de que ambos os títulos, a depender da valorização das ações objeto, podem proporcionar ao seu titular um ganho de capital imediato semelhante à aquisição de ações por preços inferiores ao do mercado à vista.
21. No caso das debêntures, o ganho ocorreria na conversão das debêntures em ações quando o preço destas no mercado à vista fosse superior ao resultado da divisão entre o valor nominal corrigido da debênture e o número de ações a que o debenturista teria direito ao efetuar a conversão.
22. No caso das opções, o ganho ocorreria quando o titular da opção exercesse o direito de compra das ações por um preço inferior ao do mercado à vista.
23. Naturalmente, tanto o preço de negociação das debêntures como o prêmio das opções tendem a refletir esta possibilidade de ganho, daí porque a analogia proposta pelos defendentes.
24. De fato, esta analogia é tecnicamente válida e, por consequência, a estratégia de delta hedge é plausível, ao menos no plano teórico.
25. Registre-se, a propósito, que é infundada a afirmação por parte da Comissão de Inquérito de que a alternância entre compras e vendas é incompatível com a finalidade de hedge. Como bem explicado no parecer apresentado pelos defendentes, o entremear de compras e vendas não apenas é compatível como também necessário para a consecução desta estratégia, tendo em vista que o valor do delta de uma opção varia em função de outros fatores, notadamente do preço do ativo objeto.

26. É bem verdade que algumas circunstâncias do caso concreto sugerem que a atuação do banco talvez não tenha sido no sentido alegado. Note-se, por exemplo, que no período de 28/02/02 até a véspera da divulgação do fato relevante, desconsideradas oscilações do dia-a-dia, o papel se depreciou cerca de 2,9%. Nestas condições, uma estratégia de delta hedge consistente exigiria que o BBA comprasse ações, não que vendesse, afinal o delta é proporcional ao preço do ativo objeto, de sorte que se um deles estava caindo, o outro também estava.
27. Desta forma, para efetivamente reduzir sua exposição ao ativo objeto, impunha-se, aparentemente, a compra de ações, como, aliás, exposto no próprio parecer anexado aos autos pelos defendentes:

"Logo, quando o preço da ação-objeto se eleva, aumenta o delta da opção de compra, o que passa a exigir vendas adicionais do objeto da opção, para fazer retornar o delta da carteira a zero. O contrário ocorreria quando o preço da ação caísse: o delta da opção diminui e a posição vendida precisa ser reduzida por meio de compras da ação" (sem grifo no original).

28. No entanto, só se poderia afirmar peremptoriamente que a atuação do Banco BBA foi contrária à teoria, se isto fosse demonstrado matematicamente, levando em consideração todos os dados concretos necessários a tal conclusão. Tendo em vista que este ponto não foi objeto de análise mais aprofundada ao longo do processo, seria temerário simplesmente desconsiderar um argumento que em si é logicamente consistente.

Da tipificação do uso indevido de informação privilegiada – necessidade de pré-existência de fato relevante não divulgado ou não assimilado pelo mercado

29. Outro ponto a ser considerado, este sim decisivo para o deslinde da questão, diz respeito à tipificação do insider trading. Dada a importância do assunto enfrentado, creio ser pertinente tecer alguns comentários sobre os conceitos necessários à compreensão deste ilícito.
30. A definição de insider, embora não esteja expressa na lei, pode ser extraída sem maiores dificuldades a partir de uma leitura sistemática de seus dispositivos. Todo aquele que, em razão de sua relação com a companhia, tem acesso a informações privilegiadas sobre a situação e os negócios desta companhia pode ser insider.
31. Os exemplos mais nítidos de insiders são: administradores, membros do conselho fiscal ou de órgãos estatutários com ingerência sobre a gestão, acionistas controladores e quaisquer subordinados a estas pessoas. Também são abarcados por esta definição prestadores de serviços e até pessoas que por mero acaso se tornem conhecedoras de informações privilegiadas.
32. No plano conceitual, os insiders distinguem-se dos tippees. Aqueles possuem acesso direto a informações privilegiadas. Já os tippees as obtêm devido às dicas repassadas pelos insiders, que neste caso também funcionam como tippees.
33. Há de se deixar claro, porém, que tanto um como outro podem vir a incorrer no uso indevido de informação privilegiada. Com efeito, qualquer um que possua informação privilegiada é um potencial sujeito ativo deste ilícito.
34. Informação privilegiada, por seu turno, é aquela simultaneamente relevante e sigilosa.
35. Para a aferição da relevância da informação, a lei estabelece parâmetros (art. 157, § 4º da LSA), posteriormente complementados pela regulamentação da CVM (art. 2º da Instrução CVM nº 358/02). A jurisprudência norte-americana, como assinala Nelson Eizirik², produziu um entendimento que bem sintetiza o espírito dos dispositivos aludidos: fato ou ato relevante é qualquer fato ou ato que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações.
36. Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. Contudo, se por qualquer outra razão ela vier a perder seu caráter confidencial, já não se prestará ao insider trading. A informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários.
37. Registre-se, ademais, que estar vinculado a uma determinada companhia, não necessariamente impede que a pessoa negocie, de forma legítima, ações ou outros títulos referenciados a esta empresa. O que deve ser evitado é a contaminação do negócio pelo uso das informações privilegiadas, mas note-se: nem sempre alguém ligado à companhia será efetivamente conhecedor de dados sigilosos e relevantes. E ainda que o seja, poderá revelá-los (desde que isto não ponha em risco interesse da companhia) e negociar os valores mobiliários que desejar. A mesma idéia está expressa, com excelente qualidade de síntese, no dito norte-americano disclose or refrain from trading, também adotado no ordenamento jurídico brasileiro.
38. É bem verdade, por outro lado, que em determinadas situações a mera realização de negócios por insiders ou pessoas a ele ligadas será proibida (art. 13 da Instrução CVM nº 358/02) ou no mínimo suspeita, devendo por isso ser evitada. Raramente os casos de insider trading são provados de forma cabal; no mais das vezes, os julgadores são forçados a recorrer a indícios e presunções.
39. Desta forma, é improvável que uma pessoa escape de punição por negociar ações emitidas por sociedade à qual está relacionada e, após auferir grande lucro, disser que ignorava uma informação relevante que veio a ser revelada poucos dias ou horas após a realização do negócio. Em se tratando de administrador, vale ressaltar, é ainda mais acentuada a propensão a um eventual juízo desfavorável. Afinal, o administrador é presumivelmente conhecedor de informações relevantes, dado que a própria lei, no âmbito do dever de diligência, lhe impõe conhecer a situação da companhia.
40. Coincidências acontecem, mas dificilmente os julgadores se deixarão convencer por elas. É necessário que haja todo um sistema preventivo, por exemplo, com políticas de negociação e divulgação eficientes, capaz de impedir que tais coincidências ocorram ou, se isto não for possível, de garantir que elas sejam apenas isto, coincidências.

41. Por fim, um último aspecto sobre o qual muito já se disse em doutrina, mas que ainda sim merece ser comentado, é que a configuração do insider trading independe da existência de lucro na negociação. Este, no entanto, é um fator que pode vir a ser levado em consideração como indício do uso indevido da informação, uma vez que, supõe-se, o comitente com uma vantagem excepcional sobre os demais tende a auferir um lucro não menos excepcional.
42. Feitas tais considerações, torno ao caso concreto, no qual, à luz dos parâmetros acima expostos, não vislumbro qualquer informação que se pudesse ter por sigilosa.
43. Em primeiro lugar, deve-se lembrar que os efeitos patrimoniais da operação já vinham sendo retratados nos ITRs da companhia, permitindo a qualquer analista diligente obter informações bastante próximas às debatidas neste processo.
44. Ademais, a caracterização da informação sujeita a uso indevido por parte de insiders deve ser feita à luz dos critérios definidos pela lei e pela regulamentação normativa que a complementa. Dentre tais critérios, listados nos incisos I a III do artigo 1º da Instrução CVM nº 31/84³, aquele que me parece mais pertinente ao caso é o da oscilação da cotação dos valores mobiliários emitidos pela Globo Cabo.
45. Afinal, tratando-se de uma das ações mais líquidas do mercado brasileiro, seria, a meu juízo, impossível que qualquer informação relevante e sigilosa a seu respeito pudesse ser disseminada ao público sem que se fizesse sentir em suas cotações nos mercados em que eram negociadas.
46. Desta forma, é necessário verificar se as ações PLIM4 apresentaram algum comportamento atípico em função da divulgação da operação de capitalização da companhia. Diante das variações apresentadas pelo papel nos dias 12 e 13 de março de 2002 (respectivamente, +7,46% e -11,11%), um olhar menos atento poderia concluir que sim, que houve realmente um comportamento extraordinário destas ações.
47. Contudo, deve-se levar em conta que as ações PLIM4 tinham como característica uma volatilidade excepcional. Comparadas às médias históricas do período, as variações percentuais acima comentadas não traduzem nenhum comportamento que desvie de seu padrão. Altas e baixas intensas e intercaladas fazem parte da rotina do papel, muitas vezes até mesmo de forma bem mais intensa. A título ilustrativo, registre-se que nesta época a volatilidade anualizada do papel estava em 80%, bastante aquém dos 100% registrados em setembro e outubro de 2001 e dos 160% de agosto e setembro de 2002.
48. A leitura que se pode fazer destes dados é que a divulgação preliminar da operação de capitalização da companhia já havia sido suficiente para que o mercado absorvesse seus efeitos. A divulgação do Fato Relevante apenas reforçou algo que já era de domínio público.
49. Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por conseqüência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação.

CONCLUSÃO

50. Diante do exposto, VOTO pela absolvição do Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S.A.) e do Sr. José de Menezes Berenguer Neto da imputação de infração ao art. 11 da Instrução CVM nº31/84.

É o meu VOTO.

Rio de Janeiro, 14 de setembro de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

1 Hoje cuida do assunto a Instrução CVM nº 358/02, com a redação dada pela Instrução CVM nº 369/02.

2 EIZIRIK, Nelson. *Insider trading e Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta*. Revista do Direito Mercantil, nº 50, p. 46.

3 Art. 1º - Considera-se relevante, para os efeitos desta instrução, qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou

II - na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou

III - na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia.

Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin, na Sessão de Julgamento do dia 14 de setembro de 2005.

Senhor presidente, eu estou convencido de que não houve uso indevido de informação privilegiada e que a instituição tinha o direito de exercer a prerrogativa de neutralizar o risco de determinados ativos, no evento de um novo cenário político. No caso do ativo em questão, isso já vinha sendo praticado. De modo que não vejo nenhum ilícito e acompanho o voto da diretora-relatora.

Sergio Weguelin

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento do dia 14 de setembro de 2005.

Senhor presidente, eu acompanho o voto da relatora, mas, quero aduzir alguns comentários.

Eu acredito que, nesse caso, como se trata de um inquérito, a diretora-relatora não explorou nem a questão da segregação de funções, que, penso eu, é o fulcro deste processo, nem se essas operações para manutenção de hedge eram necessárias, mesmo nesse período de divulgação.

Por conseguinte, entendo que houve, da maneira como foi feita, pura e simplesmente, um equívoco na imputação de responsabilidade pelo uso indevido de informação privilegiada.

No mais, eu acompanho o voto da diretora-relatora.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 14 de setembro de 2005.

Também acompanho o voto da diretora-relatora. Gostaria, entretanto, de fazer algumas observações, notadamente em razão das observações feitas, da tribuna, pelos doutores Óbice e Berenguer.

Tanto o texto do artigo 11, da Instrução CVM nº 31, quanto o atual, da Instrução CVM nº 358, mais detalhado, deixam clara a desnecessidade de uma vantagem econômica para que a conduta de insider seja realizada, ou constatada. Isso inclusive resultou da exposição muito clara feita pelo nosso, talvez, maior especialista na matéria, o professor Nelson Eizirik.

Também não me parece que a CVM deva, em casos como este, carregar o ônus da imputação de pouco cuidado na abertura do processo.

Eu acho que se alguém teve pouco cuidado aqui, não foi a CVM, foram, para ficar apenas no campo objetivo, os procedimentos de chinese wall utilizados pelo banco BBA.

O caso citado no voto da relatora, o do Banco Fator, em que se tratou desta matéria recentemente, tem uma diferença muito grande em relação a este caso aqui, que, basicamente, leva a conclusões diferentes. Não que ali se fizesse uma imputação diferente, fez-se a mesma imputação. A diferença clara é que, neste caso, havia um comportamento reiterado, prévio, do banco BBA, no tocante a operações, que comprova que essas operações foram feitas independentemente da existência da informação dentro do Banco; ao passo que, naquele caso, a posição foi formada em ações. Naquele outro processo, foi uma posição formada, pela primeira vez, às vésperas da divulgação de um fato relevante.

Embora eu não adira inteiramente ao fundamento da relatora, no sentido de que essa informação fosse uma informação irrelevante, ou já absorvida pela cotação do papel. Na verdade, me parece que o que já tinha sido absorvido pela cotação do papel era o fato de que a situação econômica da Globo Cabo era difícil: era o que os ITRs mostravam. A capitalização em si, embora pudesse ser intuída, e até mesmo insinuada, não chego ao ponto de dizer que estava declarada no ITR, até mesmo porque não estava decidida à época do ITR, como consta do fato relevante.

Aliás, quando o fato relevante foi publicado, em 12 de março de 2002, ainda não havia sido assinado o documento. Ele foi publicado, como acontece freqüentemente, porque os rumores anteciparam a divulgação do fato. Se não me engano, há um fato relevante, de abril, que comunica a assinatura do Memorando de Entendimento entre acionistas e controladores da Globo Cabo S.A. Naquele momento, na verdade, houve a informação de que o papel ficara "nervoso" demais e as informações fugiram do controle, e, como manda a lei, nesse caso, antecipou-se a divulgação, mas, não me parece que a informação fosse inteiramente irrelevante. O que me parece, na verdade, salvo uma loteria da Espanha, é que pouca informação seria suficiente para transformar aquele papel, naquele momento, em alguma coisa que já era, i.e., uma opção. Entretanto, eu insisto, os procedimentos de chinese wall não implicam, necessariamente, a proibição de negociar.

O doutor Berenguer lembrou que a Instrução CVM nº 400/03 menciona a proteção de carteira, e esse tem sido o entendimento da CVM em todos os casos de chinese wall de negociação por parte de quem detém a informação. Isto é, se a negociação é feita de acordo com a tradição de negociação, afasta-se a acusação de insider trading, o que, entretanto, não afasta a necessidade de os procedimentos de chinese wall funcionarem neste momento.

Quem avalia se a operação que vai ser realizada é ou não compatível com as posições anteriores, como o delta hedge, ou qualquer outra posição da tesouraria do banco, ou mesmo dos fundos, quando também a informação flui para o asset management do grupo, é o procedimento de chinese wall, que deve julgar se aquela operação está ou não na linha das operações anteriores. Isto é, sim, uma falha de procedimento de chinese wall muito grave, para que não se tenha pensado nisso previamente e tenha sido descoberto posteriormente, e que, por sorte, aquele movimento do trading fosse o movimento coincidente com os anteriores. Podia não ter sido, e, nesse caso, a acusação de insider trading, a meu juízo, prevaleceria.

Acho que os americanos ensinam isso muito bem: tudo isso que se cria no mercado de capitais são defesas para os agentes de mercado de capitais. O prospecto é muito mais uma defesa para os emissores e para os intermediários do que uma garantia para os subscritores, ou, pelo menos, a função é de 50% para cada um, isto é, "eu não posso ser processado porque tudo que eu sabia eu disse no prospecto". É para isso que serve o prospecto: para informar os investidores.

O mesmo se aplica ao chinese wall, que serve para alguém se defender de uma acusação, dizendo: "Olha, eu negocieei, mas, somente depois de analisar se a negociação estava adequada à minha posição normal.

O direito, muito antes dos termos utilizados, em inglês, no mercado, já previa tudo isso, que é a inexistência de conduta diversa. Isto é, se eu provo que tinha de adotar aquela conduta, ela não é ilícita. Se eu tinha que adotar aquela conduta para proteção da minha carteira, seja por regras jurisprudenciais, seja por regras de defesa dos interesses de recursos de terceiros que estão sob minha administração, eu não posso ser acusado de ter cometido um ato ilícito. Daí eu discordar, com todo o respeito, do doutor Óbice, por achar que a Comissão fez bem em abrir este inquérito, e concordar com o Colegiado quando não acolheu o Termo de Compromisso.

Acho que esse é um Termo de extrema relevância, até mesmo para que possamos chamar a atenção para as diferenças entre os casos em que condenamos e os casos em que absolvemos, porque senão fica parecendo, o que é muito ruim, que há casos que o Colegiado condena e outros que não julga.

É importante que o Colegiado julgue, examine e diga: "Esse caso aqui é diferente daquele outro caso." Devemos julgar todos os casos, investigar cada operação. A meu juízo, a CVM deve abrir tantos inquéritos quantos sejam necessários a cada operação e que pessoas - e eu não estou falando somente de intermediários - que detêm informações privilegiadas, em razão da sua função no mercado, e negociam ações devem ser investigadas. Essa é a minha opinião.

Dessa forma, feitas as ressalvas, eu acompanho o voto da relatora, e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, nesta data, absolve os acusados da imputação feita.

Declaro, ainda, que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente