SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO

SANCIONADOR CVM Nº 17/02

Acusados: Arthur Joaquim de Carvalho

Rodrigo Bhering Andrade

Techold Participações S/A

Verônica Valente Dantas

Wady Santos Jasmim

Ementa: Infração ao disposto no artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84 e aos incisos I e II, alínea d, ambos da Instrução CVM nº 08/79. Multa e Absolvição.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, decidiu:

1 - Por unanimidade:

1.1 - Aplicar ao senhor Arthur Joaquim de Carvalho pena pecuniária de multa de R$ 150.000,00, por infração ao disposto no artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84 e aos incisos I e II, alínea "d", ambos da Instrução CVM nº 08/79.

1.2 – Absolver os acusados Rodrigo Bhering Andrade, Verônica Valente Dantas e Wady Santos Jasmim da imputação de responsabilidade por infração ao inciso II, alínea d e vedada pelo inciso I, ambos da Instrução CVM nº 08/79.

2) Por maioria, vencido o diretor-relator:

2.1 - Absolver a Techold Participações S/A da imputação de infração aos incisos I e II, alínea d, ambos da Instrução CVM nº 08/79.

O acusado punido terá 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 parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo C.R.S.F.N, 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 no tocante às absolvições proferidas.

Proferiu defesa oral o doutor Francisco Müssnich, representante legal dos acusados.

Presente à sessão de julgamento o procurador Luis Alberto Balassiano, representante, na CVM, da Procuradoria Federal Especializada.

Participaram do julgamento os diretores Wladimir Castelo Branco Castro, relator, Pedro Oliva Marcilio de Sousa e o Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Os diretores Norma Jonssen Parente e Sergio Weguelin declararam-se impedidos de participar da sessão de julgamento.

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2005.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado:

1. O Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 17/02 foi instaurado para apurar a eventual utilização de prática não-eqüitativa envolvendo a Techold Participações S/A, referente à compra de ações ordinárias nominativas da Tele Centro Sul Participações S/A – TCS (atual Brasil Telecom Participações S/A) nos pregões da BOVESPA de 13 e 14.12.99, anteriormente à divulgação de fato relevante pela TCS, em 16.12.99.

2. A proposta de abertura de inquérito administrativo elaborada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, por meio do MEMO/CVM/GEA-1/Nº 041, de 15.08.00, às fls.14/18, foi aprovada pelo Colegiado, conforme Extrato da Ata da Reunião do Colegiado n° 21/02 (fls. 07/012), realizada em 21.05.02.

3. A Comissão de Inquérito designada para apurar os fatos pela Portaria/CVM/SGE/Nº 306, de 30.12.02, acostada às fls.001, elaborou Relatório, datado de 30.05.03, às fls.1140/1149.

4. Em 29.09.03, os indiciados apresentaram, em conjunto, proposta de Termo de Compromisso (fls. 1.518/1.523), comprometendo-se a doar livros e revistas especializadas em direito e finanças para a biblioteca da CVM, sendo o pleito negado pelo Colegiado em reunião realizada em 23.06.04, conforme Extrato da Ata da Reunião do Colegiado n° 22/04 (fls.1542/1543).

5. Em cumprimento à determinação do Diretor–Relator, de 09.07.04, às fls. 1.545, no sentido de esclarecer a efetiva participação de cada um dos administradores da Techold Participações SA nos supostos ilícitos apontados pela Comissão de Inquérito em seu relatório e de que se procedesse à oitiva de Arthur Joaquim de Carvalho, a Comissão de Inquérito apresentou o relatório, acostado às fls.1823/1830, datado de 12.11.04, sendo dada ciência aos indiciados que aditaram suas razões de defesa (fls. 1850/1858).

Fatos e Imputações

6. A Techold participava com 40,75% do capital social da Solpart Participações S/A, sendo 11% das ordinárias e 62% das preferenciais, a qual, por sua vez, detinha 51,70% do capital votante da TCS, representando 19,26% de seu capital total.

7. Segundo consta do Relatório da Comissão de Inquérito (item 20), em 22.10.99, a TCS divulgou ao mercado de valores mobiliários, como fato relevante, os estudos que estavam sendo desenvolvidos e os benefícios que seriam advindos de uma eventual reestruturação societária.

8. Em 03.12.99, foi divulgado fato relevante conjunto, subscrito pela TCS e pela Telepar, informando ao mercado que o Conselho de Administração dessas companhias aprovaram, em 02.12.99, o início da reorganização societária das controladas Telepar, Telesc, Telebrasília, Telegoiás, Telemat, Telems, Teleron, CTMR e Teleacre, condicionando o implemento da operação à publicação de fato relevante divulgando todos os respectivos detalhes.

9. Em 08.12.99, a TCS reuniu o Conselho de Administração (ata às fls.1098/1103), para deliberar a respeito do aproveitamento do ágio pago quando da aquisição do controle acionário da companhia pela Solpart, em leilão realizado em 29.07.98. Na reunião, foi aprovada a matéria, tendo sido convocada nova reunião para o dia 15.12.99, com o fim de ratificar as deliberações tomadas, cuja ata está acostada às fls.101/103 e 1108/1111.

10. Nos pregões da BOVESPA dos dias 13 e 14.12.99, a Techold adquiriu 500 (quinhentos) milhões de ações ON de emissão da TCS, que representavam cerca de 0,4% do total de ações ordinárias da empresa, envolvendo cerca de R$9,1 milhões.

11. Conforme apurado pela Comissão de Inquérito (fls. 1143/1144), mediante inspeção nas corretoras que intermediaram a indigitada aquisição de ações, dentre os comitentes vendedores, identificou-se o Opportunity Institucional FMIA CL como vendedor de um lote de 250.000.000 de ações ON à Techold no pregão da Bovespa de 14.12.99.

12. Na seqüência, em 16.12.99, foi divulgado fato relevante, fls.76/79, subscrito pela TCS e Solpart comunicando que esta última estava transferindo para a TCS o ágio de R$ 1,1 bilhão pago pela Solpart quando da aquisição do

controle acionário da TCS. Neste expediente, informa-se ao mercado de valores mobiliários, em essência, que:

i. o ágio transferido possibilitaria uma melhoria no fluxo de caixa da TCS;

ii. o aproveitamento do ágio ocorrerá após uma série de operações societárias que terão por objetivo impedir a transferência de dívidas oriundas da aquisição de ações ou outras obrigações da Solpart ou de qualquer outra companhia criada no curso da operação descrita; e

iii. continua sob análise o projeto de reorganização societária das operadoras.

13. Posteriormente, em 09.02.00, foi divulgado fato relevante, fls.81/84, abordando a reorganização societária das empresas operadoras de serviço telefônico fixo, controladas da TCS. De acordo com o noticiado, a reorganização visava, fundamentalmente, a consolidação das operadoras em uma única companhia.

14. Segundo consta do Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 1140/11491), o Sr. Arthur Joaquim de Carvalho, à época dos fatos, era membro do Conselho de Administração da Tele Centro Sul Participações SA - TCS e, também, Diretor Econômico-Financeiro e de Dados da Techold Participações S.A..

15. Dessa forma, entendeu a Comissão de Inquérito que o Sr. Arthur Joaquim de Carvalho, na qualidade de administrador da TCS, ter-se-ia prevalecido de informação sigilosa da qual era sabedor, antecipando-a para os demais membros da administração da Techold, da qual também era administrador, tendo a empresa adquirido as ações da TCS.

16. No capítulo IV do Relatório, a Comissão de Inquérito apresentou suas conclusões, a saber:

IV – DA CONCLUSÃO

33. Fato é que a Techold adquiriu o lote de 500 (quinhentos) milhões de ações TCS ON poucos dias antes de ocorrer a comunicação ao mercado da aprovação da incorporação da Bluetel Participações S.A. à TCS, de modo que esta última pudesse aproveitar o benefício fiscal decorrente da amortização do ágio pago pela Solpart (aproximadamente R$ 1,1 bilhões, em 30.11.99) quando da aquisição de ações de emissão da TCS, à época do leilão de privatização, em 29.07.98.

34. Conforme relatado no item 19 retro, o processo de reestruturação da TCS iniciou-se em março de 1999 e, como ficou comprovado, até a data da compra do lote supracitado – 13 e 14.12.99, a Techold, que já participava de forma indireta no controle acionário da TCS, não havia adquirido ações de emissão desta última no mercado.

35. À luz dos documentos fornecidos pelas bolsas de valores, corretoras e instituições custodiantes, a compra de ações TCS ON foi um ato praticado pelos administradores da Techold, de todo questionável e desprovido de ética, porquanto envolveu no processo decisório Arthur Joaquim de Carvalho, administrador comum às companhias.

36. Arthur Joaquim de Carvalho, além de ser Diretor Econômico-Financeiro e Diretor de Dados da Techold, também era membro do Conselho de Administração da TCS. Em função deste último cargo, esteve presente em todas as reuniões realizadas pelo Conselho da TCS entre março de 1999 e fevereiro de 2000, período em que foram tomadas as decisões relativas ao processo de reestruturação da TCS.

37. Portanto, não há dúvida de que Arthur Joaquim de Carvalho tenha antecipado para os demais membros da administração da Techold as decisões então tomadas pela TCS nas RCAs realizadas, especialmente na que antecedeu à divulgação do fato relevante de 16.12.99, pois não seria crível que a discussão acerca da decisão de comprar ações TCS ON não envolvesse o diretor Econômico-Financeiro da Techold, tendo em vista que esta companhia não tinha quadro próprio de pessoal, conforme declarado na IAN/99.

38. Assim, considerando que Arthur Joaquim de Carvalho participou das reuniões do Conselho de Administração da TCS entre março de 1999 e fevereiro de 2000, nesse mesmo período exerceu cargo diretivo na Techold e as decisões desta companhia foram tomadas por seus diretores, todos os fatos aqui apresentados, analisados em conjunto, convergem para a convicção de que este diretor deve ser responsabilizado por uso de prática não-eqüitativa, porquanto dispunha de informação sigilosa acerca dos desígnios da TCS e negociou valores mobiliários de sua emissão em período anterior à divulgação de fato relevante ao mercado, em infração ao disposto no caput do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84.

39. Tudo leva, portanto, à evidência de que não havia outro motivo para a compra do lote de 500 (quinhentos) milhões de ações TCS ON que não o prévio acesso que os diretores da Techold tiveram às informações oriundas da TCS.

40. Dessa forma, diante do que se expôs neste relatório, a Comissão concluiu que a Techold e seus administradores fizeram uso de prática não-eqüitativa no mercado de valores mobiliários, ao adquirirem um lote de ações TCS ON, em 13 e 14.12.99, antecipadamente à divulgação de fato relevante por parte da TCS, em 16.12.99, colocando-se, assim, em situação privilegiada perante os demais partícipes do mercado, conduta vedada pelo disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 08/79.

41. *Quanto à responsabilização dos administradores da TCS por infração ao disposto na Instrução CVM nº 31/84, artigo 12, vigente à época dos fatos, sob o argumento de que não teriam sido zelosos, ao possibilitarem o acesso de terceiros às informações relativas ao processo de reestruturação societária da companhia, não se obteve elementos para caracterizar essa conduta irregular.*

17. Tendo em vista suas conclusões, a Comissão de Inquérito resolveu pela responsabilização das seguintes pessoas físicas e jurídica:

IV – DAS IRREGULARIDADES E RESPONSABILIDADES

42. Diante de todo o exposto e das provas trazidas aos autos, conclui-se pela responsabilização das seguintes pessoas físicas e jurídicas, qualificadas às fls. 16, 17 e 30:

a) Arthur Joaquim de Carvalho, na qualidade de membro do Conselho de Administração da Tele Centro Sul Participações S.A., é responsável por uso de prática não-eqüitativa, ao antecipar para os demais membros da administração da Techold Participação S.A., da qual participava como Diretor Econômico-Financeiro e Diretor de Dados, as decisões tomadas pela TCS nas RCAs realizadas entre março de 1999 e fevereiro de 2000, especialmente, na que antecedeu à divulgação do fato relevante de 16.12.99, que consubstanciou a compra pela Techold Participação S.A. do lote de 500 (quinhentos) milhões de ações TCS ON, em infração ao disposto no caput do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, e

b) A Techold Participações S.A. e seus diretores, Verônica Valente Dantas, Arthur Joaquim de Carvalho, Rodrigo Bhering Andrade e Wady Santos Jasmim, são responsáveis pelo uso de prática não-eqüitativa no mercado de valores mobiliários, conceituada no inciso II, alínea "d" da Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, ao se utilizarem de forma privilegiada, diante dos demais participantes do mercado, de informação relevante oriunda da Tele Centro Sul Participações S.A., em cujo capital social a Techold Participações S.A. participava indiretamente, para adquirir o lote de 500 (quinhentos) milhões de ações ordinárias de emissão da Tele Centro Sul Participações S.A., em infração ao inciso I dessa mesma instrução.

18. Posteriormente, em cumprimento à determinação do Diretor–Relator, em 09.07.04, a Comissão de Inquérito procedeu à oitiva de Arthur Joaquim de Carvalho e concluiu ter restado dúvida sobre a intenção do diretor financeiro da companhia ao comprar as ações TCSP3, inferindo que a compra estaria mais relacionada com a disputa pelo controle acionário da TCS, havida entre a Techold e a Stet, do que qualquer outro objetivo, quer seja obter ganhos financeiros para a Techold ou usufruir dos benefícios advindos do aproveitamento fiscal do ágio pago quando da aquisição do controle acionário da TCS, descartando o argumento de que a compra das ações TCSP3 estaria vinculada à substituição das ações ordinárias de emissão da TCS utilizadas como garantia real do adiantamento de R$ 6 milhões, por conta do contrato firmado entre a Techold e o BNDES, uma vez que existiam outras alternativas, não existindo cláusula expressa que obrigasse a Techold a oferecer como garantias ações de emissão da TCS.

Defesas

19. Os acusados apresentaram defesa conjunta às fls. 1172/1232, posteriormente aditada às fls. 1850/1858, trazendo as razões abaixo expostas em apertada síntese.

20. Preliminarmente, a defesa aponta a nulidade do presente processo administrativo por entender não ter havido investigações por parte da Comissão de Inquérito e nem mesmo a convocação de qualquer pessoa a prestar esclarecimentos a fim de identificar quem teria sido o autor da suposta infração. Ademais, que a análise da GMA-2, que deu início às investigações, continha erros ao apontar a valorização das ações da TCS quando ocorreu o inverso e, também, por analisar o comportamento das ações preferenciais quando a compra envolveu ações ordinárias. Com relação às duas imputações feitas a Arthur Joaquim de Carvalho, a defesa considera ser juridicamente impossível a incidência de ambos os dispositivos.

21. Quanto ao mérito, a defesa aponta a atipicidade da conduta pois a informação contida no fato relevante divulgado em 16.12.99 teria deixado de ser "privilegiada" em 03.12.99 com a divulgação pela Solpart e TCS de Fato relevante (fls.109/110) informando que estava sendo preparada a operação de aproveitamento de ágio e, além disso,

todas as companhias que haviam adquirido ativos nos leilões de privatização do sistema Telebrás realizaram em fins de 1999 o aproveitamento dos

respectivos ágios pagos, fato amplamente divulgado pela imprensa, caracterizando fato notório de conhecimento público.

22. Adicionalmente, que não teria havido qualquer intenção de auferir vantagem econômica, sendo que a expectativa era de que a cotação registraria queda e, portanto, a posse de informação privilegiada deveria levar a uma operação de venda e não de compra, e que os Defendentes não tinham certeza de que o aproveitamento pela TCS do ágio pago pela Solpart seria concretizado, informando que o representante da STET não compareceu na reunião do Conselho de Administração de 08.12.99, gerando incerteza quanto à realização da operação pois a STET possuía poder de veto e, assim, a compra teria sido realizada mesmo sem a concretização do aproveitamento do ágio.

23. Quanto à motivação da compra, a defesa alega que o verdadeiro motivo foi a possibilidade de ter que entregar as ações da TCS em garantia da contratação de financiamento pelo BNDES, ainda que as ações não tenham sido utilizadas para substituir a garantia pactuada com o Banco.

24. Por fim, que não se pode condenar toda a Diretoria indistintamente pois a mesma não é órgão colegiado, não havendo nos autos qualquer comprovação das respectivas participações individuais nas operações bem como que não teria sido comprovado o dolo dos Defendentes.

25. Em aditamento, a defesa alega que findas as diligências a Comissão de Inquérito não mais possuía convicção quanto à ocorrência das irregularidades, reconhecendo a ausência do nexo causal entre a atuação da Techold e a divulgação do fato relevante, uma vez que a aquisição das ações não se deu em função da suposta informação privilegiada, enfatizando que a intenção e verdadeiro motivo para as negociações foi a possibilidade de ter que substituir uma garantia junto ao BNDES.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N.º 17/02

Assunto: Julgamento

Interessados: Techold Participações S/A

Arthur Joaquim de Carvalho

Verônica Valente Dantas

Rodrigo Bhering Andrade

Wady Santos Jasmim

Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro

VOTO

SENHORES MEMBROS DO COLEGIADO,

1. Antes de analisar a conduta dos indiciados, à luz das razões de defesa apresentadas, cumpre examinar as preliminares suscitadas pelos defendentes.

DAS PRELIMINARES

2. Preliminarmente, os defendentes sustentam a nulidade do presente procedimento administrativo, em decorrência da "inexatidão e da imprestabilidade das supostas provas". Nesse ponto, alegam que a Comissão de Inquérito não teria realizado as diligências pertinentes para a comprovação da infração objeto de investigação, como a convocação dos acusados para prestarem esclarecimentos.

3. De pronto, considero insustentável tal alegação, não aproveitando aos defendentes as considerações teóricas ofertadas, uma vez que esses não lograram êxito em indicar e comprovar ofensa a princípios constitucionais e legais ou ilegalidade a eivar de nulidade o presente processo administrativo. Senão vejamos.

4. É livre e independente a atuação da Comissão de Inquérito. E não poderia ser diferente, ante o disposto nos princípios e nos atos normativos que regem o procedimento administrativo sancionador, especialmente a Lei nº 9.784/99 e o art. 9º da Lei nº 6.385/76.

5. Recorremos a estudos desenvolvidos no âmbito do Direito Processual Penal para tecer esclarecedora analogia e afirmar que, superado o "sistema da prova legal", e sob o "sistema da prova livre" - cujas regras probatórias têm por objetivo não só a busca pela verdade, mas, principalmente, a tutela da liberdade e da dignidade humanas - a Comissão de Inquérito é livre para definir quais as provas serão produzidas para o fim de fundamentar a autoria, a materialidade e a responsabilidade pelas infrações administrativas constantes do relatório que apresenta ao Colegiado desta Autarquia. Em termos técnicos, a competência para a eleição dos meios de prova a serem utilizados é da Comissão de Inquérito, e essa o faz com discricionariedade, dentro dos limites constitucionais e legais.

6. A atuação da Comissão de Inquérito, especialmente durante a instrução probatória que realiza, encontra limites na Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB) e na lei. Neste contexto, nos termos do art. 5º, inciso LVI, da CRFB, mostram-se inadmissíveis os meios de prova ilícitos (propriamente ditos e ilegítimos).

7. Por outro lado, os meios de prova e suas limitações constitucionais e legais não se restringem e nem poderiam se restringir à Comissão de Inquérito, mas dizem respeito também aos acusados em processo administrativo, os quais, conforme o princípio da ampla defesa, podem produzir provas, e ao órgão julgador, tendo em vista a possibilidade de o Diretor-Relator requerer diligências, conforme poderes instrutórios a ele atribuídos nos termos do art. 13 e seguintes da Deliberação CVM nº 457, de 23 de dezembro de 2002, com redação alterada pela Deliberação CVM nº 470, de 24 de julho de 2004.

8. Assim, conclui-se que as qualidades de "inexatidão" e "imprestabilidade", atribuídas pelos Defendentes às provas que integram os presentes autos, não têm o condão de eivar de nulidade o presente procedimento administrativo, eis que não há fundamentos na alegação de insuficiência instrutória, tendo a comissão colhido as provas que entendeu necessárias para dar amparo à imputação oferecida em face dos acusados. Outrossim, os Defendentes não lograram êxito em indicar e provar qualquer ilegalidade no curso deste processo administrativo a acarretar a nulidade pretendida.

9. Igualmente, não assiste razão ao Defendente Arthur Joaquim de Carvalho com relação à segunda preliminar alegada. Da leitura do Relatório da Comissão de Inquérito (fl.1140/1149), depreende-se que ao mesmo foi imputado o uso de prática não-eqüitativa, a qual, em se tratando de negociação com uso de informação privilegiada, como é cediço, encontrava-se, à época dos fatos, prevista no art. 11 da Instrução CVM nº 31/84 c/c o inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79. Ou seja, a questão não se cinge na suposta violação do princípio do *non bis in idem*, como afirma o segundo Defendente, razão pela qual afasto a preliminar alegada.

10. No tocante à nulidade do processo administrativo por equívocos no tratamento de informações na fase de investigação, também não acolho a alegação dos defendentes. Reconheço que um dos relatórios utilizou-se de um gráfico com as cotações de ações preferenciais, enquanto os defendentes negociaram ordinárias. Mas tal gráfico teve finalidade ilustrativa, não prejudicando a defesa dos indiciados. Analisando-se as cotações de ambas as espécies de ações constantes dos autos, observa-se que, no período sob análise, essas estiveram fortemente correlacionadas.

11. Não identifico, ainda, prejuízos maiores na referência à valorização das ações após o fato relevante de 16 de dezembro de 1999. Como lembram os defendentes, naquele dia as ações apresentaram queda de preços. É certo, porém, que, ao se analisar um horizonte mais amplo, observa-se a sensível valorização a que fez referência à área técnica da CVM: em 17/01/2000, as ordinárias alcançaram R$ 23,00 (uma alta de mais de 36% em relação àquela data), quando as compras de ações ordinárias pela Techhold, em dezembro de 1999, ocorreram por uma cotação média de R$ 18,25.

12. Superadas essas preliminares, passo à descrição dos fatos e à indicação das responsabilidades imputadas aos ora indiciados, para, em seguida, analisar esses elementos à luz das razões de defesas apresentadas.

DO MÉRITO

13. Inicialmente, entendo necessário tecer algumas considerações sobre alguns aspectos elementares do ilícito comumente denominado "insider trading", de modo a elucidar minhas concepções sobre o tema, a partir das quais pude extrair minhas conclusões sobre o caso em análise, à luz dos fatos narrados nestes autos e das circunstâncias em que estes ocorreram.

14. À época dos fatos objeto do presente processo, o “insider trading” era tipificado nos arts. 10 e 11 da Instrução CVM nº 31, de 08 de fevereiro de 1984, que assim dispunham:

> “Art. 10. É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.
>
> “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.”

15. Noto, porém, que, desde a edição da Instrução CVM nº 08, de 08 de outubro de 1979, esse tipo de prática já poderia se enquadrar como uma prática não-eqüitativa.

16. Com efeito, a própria definição de prática não-eqüitativa prevista na Instrução CVM nº 08, traduz, na essência, em que consiste o “insider trading”, que nada mais é do que uma negociação com valores mobiliários em que uma das partes, por ser conhecedora de informação privilegiada, coloca-se em posição de vantagem em relação à outra que, por não deter essa mesma informação, encontra-se em uma indevida posição de desequilíbrio ou de desigualdade.

17. Em outros termos, justamente para impedir que, em negociações com valores mobiliários, uma das partes – em razão da informação privilegiada que detém – coloque os demais participantes da operação em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade – impunha-se a vedação à negociação de valores mobiliários tanto a quem, em virtude de seu cargo, função ou posição, tivesse conhecimento de ato ou fato relevante, ainda não revelado ao mercado, como a quem tivesse conhecimento de tal informação, sabendo se tratar de ato ou fato relevante ainda não divulgado.

18. Outrossim, verifico que o art. 10 da Instrução CVM nº 31, ao se referir exclusivamente aos administradores e acionistas controladores de companhias abertas, apenas reproduziu o preceito de conduta já constante da própria Lei nº 6.404/76, mais especificamente no art. 155, § 1º, no que toca aos administradores, e no art. 117, em relação aos acionistas controladores. Tanto os administradores e controladores de companhias abertas, por força de seus deveres de lealdade previstos na lei societária, não podem se utilizar de informação privilegiada com o fim de obter vantagem, para si ou para outrem.

19. O art. 11 da Instrução CVM nº 31, por sua vez, introduziu novos e importantes contornos à proibição do “insider trading”, ao estender a terceiros, além dos controladores e administradores, a vedação de negociar com valores mobiliários, estando de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

20. Assim, além de ampliar o alcance subjetivo da proibição de uso de informações privilegiadas, o citado dispositivo legal estabeleceu um preceito de conduta, tornando proibida a negociação com valores mobiliários “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” (cf. art. 11, *in fine*).

21. Essa proibição, a seu turno, foi reproduzida na Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 (que disciplinou, de maneira mais detalhada, a divulgação de informações relevantes e revogou a Instrução CVM n.º 31/84), que, em seu art. 13 veda, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, a

negociação com valores mobiliários de sua emissão “pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante”[1]

22. Dessa forma, comprovada a posse de informação relevante ainda não divulgada, incide o dever de abstenção previsto originalmente no art. 11 da Instrução CVM nº 31 (e hoje reproduzida no art. 13 da Instrução CVM nº 358).

23. Esse dever de abstenção decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado[2] .[3].

24. Por essa razão, aquele que está de posse de informação privilegiada, especialmente os administradores e acionistas controladores da companhia, estão proibidos de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia, enquanto tal informação não se tornar pública. Este é o sentido e o alcance do art. 11 da Instrução CVM nº 31, ao vedar, 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.

25. Assim, haverá presunção de irregularidade se confirmada a negociação, por “ *insider*”, de valores mobiliários da companhia a respeito da qual o mesmo detém informação privilegiada[4]. Nessa hipótese, não será necessário demonstrar, através de provas circunstanciais, que o ânimo do agente era efetivamente o de obter vantagem indevida, sendo suficiente, para tanto, a prova de que o mesmo tinha conhecimento da informação privilegiada.

26. Logo, presume-se o uso de prática não-eqüitativa por quem negocia valores mobiliários de companhia aberta quando de posse de informação privilegiada.

27. Admite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada[5]. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do “*insider*” administrador ou controlador, seja do “ *insider* de mercado” – cabe ao “*insider*” provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada[6].

28. Feitas essas considerações, passo a analisar o caso concreto, que gira em torno da aquisição de ações de emissão da Tele Centro Sul Participações S/A (“TCS”, atual Brasil Telecom Participações S/A) por sua controladora indireta Techold Participações S/A (“Techold”)[7], nos pregões dos dias 13 e 14 de dezembro de 1999, dois dias antes, portanto, da divulgação do fato relevante dando conta da operação de reestruturação societária para fins do aproveitamento de benefício fiscal decorrente da amortização do ágio pago pela Solpart por ocasião da aquisição do controle acionário da TCS em leilão de privatização.

29. Em 03 de dezembro de 1999, foi divulgado fato relevante conjunto, subscrito pela TCS e pela Telecomunicações do Paraná S/A - Telepar (fl. 109-111), informando ao mercado que o Conselho de Administração dessas companhias havia aprovado, em 02 de dezembro de 1999, o início do processo de reestruturação societária das controladas pela TCS, a saber: Telepar, Telesc, Telebrasília, Telegoiás, Telmat, Telems, Teleron, CTMR e Teleacre.

30. O aludido fato relevante mencionava que, no âmbito da TCS, “cogita-se a realização de operação independente e autônoma constituída da incorporação na TCS de seu acionista controlador”, informando, ainda, que, caso fosse decidida a implementação da operação, seria publicado fato relevante contendo os detalhes.

31. Na RCA de 08 de dezembro daquele ano, o Conselho de Administração de TCS reuniu-se com a finalidade de aprovar a proposta de incorporação da empresa Bluetel com a finalidade acima descrita, a qual foi aprovada por unanimidade dos conselheiros presentes, embora houvesse sido designada outra RCA para o dia 15 do mesmo mês para ratificar tal deliberação, em razão da ausência dos conselheiros indicados pela Stet. Essa segunda reunião, ocorrida no dia 15 com a presença de todos os membros do conselho de administração, ratificou a deliberação do dia 8 de dezembro.

32. Observa-se, portanto, que a deliberação adotada na RCA de 08 de dezembro já era considerada definitiva pelos próprios conselheiros presentes, tendo em vista a declaração do Presidente do Conselho de Administração, lavrada em ata, no sentido de que a mesma possuía plena e indiscutível validade, sendo a posterior ratificação uma simples medida de cautela.

33. Verifica-se, ademais, que a informação então divulgada possuía inquestionável aptidão para influir no preço de cotação das ações de TCS, em razão das sabidas conseqüências que adviriam do aproveitamento do ágio pago por Solpart na aquisição de seu controle, e que somente se tornou pública em 16 de dezembro de 1999.

34. Em suas razões de defesa, os indiciados alegam que a informação divulgada no fato relevante de 16 de dezembro de 1999 não poderia ser reputada como privilegiada, tendo em vista o fato de que a mesma já havia sido divulgada em fato relevante divulgado pela TCS em 03 de dezembro de 1999 e o fato de que outras companhias que haviam adquirido ativos em leilões de privatização do sistema Telebrás realizaram, naquela mesma época, o aproveitamento dos respectivos ágios pagos naqueles leilões.

35. Trata-se, porém, de argumento desprovido de fundamento, de vez que o fato relevante de 03 de dezembro de 1999 somente dava conta do propósito, ainda sem maior concretude, de se levar adiante essa operação. Tal publicação não deixava transparecer qualquer certeza quanto à efetivação da operação, e, o que é mais relevante, de suas bases e condições.

36. Com efeito, o fato relevante publicado em 03 de dezembro de 1999 limitava-se a declarar que estava sendo “cogitada” a operação de incorporação na TCS de seu acionista controlador, deixando claro, porém, que não havia, naquele momento, decisão final sobre a questão, ao salientar que “caso decida-se implementar a operação, a Tele Centro Sul publicará fato relevante divulgando todos os respectivos detalhes” (cf. fl. 111). Daí porque, em 16 de dezembro, foi divulgado novo fato relevante.

37. Já a publicação do dia 16 de dezembro, ao contrário, apresenta ao público fato concreto, que consiste no desencadeamento efetivo da reestruturação societária em questão, enunciando, ainda, seus principais aspectos.

38. Dessa forma, resta claro que a aquisição das ações da TCS se deu em um momento em que o administrador, ora Defendente, detinha informação relevante, decorrente da decisão tomada em 8 de dezembro, e ainda não divulgada.

39. Os Defendentes sustentam que, quando da aquisição das ações TCS pela Techold (em 13 e 14 de dezembro de 1999), não havia “nenhum grau de certeza acerca da realização da operação de aproveitamento pela Tele Centro Sul” (cf. fl. 1.213). Trata-se igualmente de argumento desarrazoado, tendo em vista as declarações do Presidente do Conselho de Administração de TCS, dando por certa a deliberação adotada no dia 08 de dezembro daquele ano, a despeito da ausência do conselheiro indicado pela Stet.

40. Portanto, os Defendentes trazem aos autos versões contraditórias sobre a natureza da informação em questão. Isso porque, se a informação não era privilegiada - posto que, como alegado, havia sido divulgada ao mercado de forma integral em 03 de dezembro de 1999 – não faz sentido o argumento de que havia “total incerteza por parte dos acionistas e do próprio mercado quanto ao destino da operação” (cf. fl. 1.213).

41. Outrossim, considerando que o aproveitamento do benefício fiscal decorrente da amortização do ágio pago pela Solpart dependia, como assinalado anteriormente, da realização de operação de incorporação da Bluetel pela TCS, e que tal operação dependia de aprovação pelo Conselho de Administração da Companhia, não é possível afirmar que o mercado tinha conhecimento de que a operação em questão seria realizada, com base exclusivamente no fato de que outras empresas do setor de telecomunicação estavam realizando operações semelhantes.

42. Em outras palavras, diferentemente do que pretendem os defendentes, o fato de outras empresas do setor de atuação da TCS estarem se aproveitando de benefício fiscal, mediante incorporação reversa, jamais poderia trazer ao mercado a certeza de que a TCS realizaria tal operação.

43. Resta claro que, à época da compra das 500 milhões de ações de emissão da TCS pela Techold, a informação sobre o aproveitamento do benefício fiscal advindo da amortização de ágio não era de conhecimento pleno e adequado do mercado, sendo, portanto, informação privilegiada.

44. Feita essa observação, verifico que os Defendentes argumentam, adicionalmente, que, por ocasião da compra das ações de emissão da TCS ora em análise, não havia a intenção de auferir benefício, sustentando que a perspectiva era de queda da cotação das ações quando da divulgação do fato relevante em 16 de dezembro de 1999, ou seja, caso a Techold tivesse em mente auferir vantagem econômica, deveria ter vendido ações de emissão da TCS e não comprado.

45. Considero, todavia, não ser válida a afirmação de que uma operação dessa natureza provocasse, necessariamente, uma queda da cotação das ações de emissão da TCS. Com efeito, não se pode desconsiderar que a economia fiscal gerada pela incorporação do ágio pago na privatização de empresas sob o controle estatal tem o potencial produzir um efeito positivo sobre o resultado da companhia e, em decorrência, para seus acionistas. Ademais, vê-se que as ações da TCS sofreram certa valorização no período que sucedeu a divulgação do fato relevante, o que me faz crer que o argumento exposto pelos Defendentes não se sustenta.

46. De todo modo, ainda que a perspectiva fosse efetivamente a apresentada pelos Defendentes, relembro que, para que recaia sobre o “insider” a vedação à negociação de valores mobiliários, ou para que se configure o uso de prática não-eqüitativa, não é necessário comprovar que havia, com a negociação, a perspectiva de um benefício (seja esse traduzido em auferir um ganho ou em evitar uma perda, para si ou para outrem).

47. Ora, como já afirmado, a vedação de negociação pelo “insider”, antes da divulgação de fato relevante, tem por objetivo garantir a confiabilidade do mercado, buscando coibir um desequilíbrio entre as partes da operação, tendo em vista que, no momento da negociação, a posse da informação privilegiada faz com que seu detentor tenha melhores condições de realizar prognósticos.

48. Isso posto, observo a decisão da Techold de comprar ações da TCS nas vésperas da divulgação de um fato relevante somente seria razoável se diante de uma necessidade premente, frente a qual não fosse possível exigir conduta diversa dos Defendentes.

49. Nesse ponto, os defendentes sustentam que “as operações não se realizaram por motivação decorrente das supostas informações privilegiadas, mas sim, por razões de outra natureza” (fl. 1.215), a saber, a perspectiva “real e iminente” de substituir garantia de empréstimo pactuada com o BNDES (fl. 1.219), diante dos obstáculos que vinha enfrentando para apresentar a garantia inicialmente acertada com aquela instituição[8].

50. Analisando todas as correspondências trocadas entre Techold e BNDES no período de 01 de janeiro de 1998 a 31 de dezembro de 2000 (trazidas aos autos pela Techold, por solicitação da CVM, e acostadas às fl. 1588-1739), observo que tais documentos trazem evidências do aludido impasse. Não comprovam, todavia, que estava sendo aventada, pela Techold, a possibilidade de utilização das ações de emissão da TCS, adquiridas em 13 e 14 de dezembro de 1999, como garantia (vide, especialmente, fl. 1618 a 1619, 1643 a 1644, 1645 a 1651, 1661 a 1662, 1689 a 1690, e 1695 a 1697).

51. Ao contrário, verifico que a Techold solicitou, e o BNDES por diversas vezes concordou, com a dilação do prazo para a assinatura do instrumento de garantia e para subscrição das debêntures, parte da mencionada operação de empréstimo. Outrossim, o depoimento do Sr. Arthur Joaquim de Carvalho deixa claro que foi sua a iniciativa de adquirir as ações em questão, tendo em vista não uma obrigação contratual diretamente exigível, mas a futura e eventual necessidade de utilização dessas ações para garantir a obtenção do financiamento do BNDES.

52. Não é possível estabelecer, portanto, com base nos documentos constantes dos autos, relação entre a negociação realizada entre Techold e BNDES acerca da substituição de garantia de empréstimo, e a necessidade premente de compra de ações de TCS em 13 e 14 de dezembro de 1999.

53. Assim, não considero razoável a alegação dos Defendentes relativa à necessidade de oferecimento das ações de TCS em garantia junto ao BNDES[9] como razão suficiente para afastar a proibição de negociação com essas mesmas ações, que vigorava enquanto a administração de Techold estivesse de posse de informação não divulgada ao mercado. Além disso, é preciso relembrar que o conceito de vantagem passível de ser auferida pelo “insider” é largo o suficiente para abranger não apenas a vantagem real que porventura se possa obter – isto é, o lucro eventualmente produzido – mas também a vantagem potencial que possa derivar – por exemplo, os custos que poderiam ser evitados caso as mencionadas ações fossem adquiridas por preço superior, após o anúncio de fato relevante.

54. A propósito, é preciso ressaltar que a Comissão de Inquérito, com base nos esclarecimentos trazidos pelo Sr. Arthur Joaquim Carvalho, concluiu que a compra das ações de emissão da TCS “decorreu muito mais do embate que os controladores indiretos da Brasil Telecom [então Techold] travavam com a Telecom Itália [então Stet] pelo controle da TCS do que do mero aproveitamento do benefício fiscal advindo do ágio pago pela Solpart Participações S/A por ocasião da aquisição da TCS” (fl. 1.829).

55. No entanto, atento para o fato de que as ações de emissão da TCS adquiridas pela Techold representavam apenas 0,4% do total das ações ordinárias emitidas pela companhia, não sendo razoável, a meu ver, a afirmativa da Comissão de Inquérito de que a motivação da compra das ações pela Techold tenha sido o eventual embate pelo controle da TCS.

56. Dito isso, entendo configurada a infração às normas da CVM vigentes à época, posto que a compra das ações de TCS por Techold, nos dias 13 e 14 de dezembro de 1999, não poderia ter ocorrido enquanto não houvesse sido divulgado o fato relevante, consistente na aprovação, pelo Conselho de Administração de TCS, da proposta de incorporação de Blutel, fato este que somente veio a público no dia 16 de dezembro daquele ano.

57. Assinalo, ainda, o fato de o Sr. Arthur Joaquim Carvalho – que, na ficha cadastral da Techold, constava da lista de pessoas autorizadas a emitir ordem em nome dessa sociedade (fl. 53) – ter declarado ter sido sua, na qualidade de Diretor Econômico-Financeiro da Techold, a decisão de compra de ações TCS (fl. 1.548).

58. Diante do todo o exposto, e tendo em vista que o Sr. Arthur Joaquim Carvalho foi a pessoa responsável por direcionar a companhia para a prática desse ilícito, embora não tenha adquirido as ações de TCS em nome próprio, e sim na condição de diretor da Techold, entendo deva o indiciado ser responsabilizado por infração ao disposto no artigo 11 da Instrução CVM n.º 31/84 e aos incisos I e II, alínea “d”, ambos da Instrução CVM n.º 08/79.

59. No que tange à Techold, noto que, sendo essa sociedade não só controladora indireta da TCS como controladora direta da Solpart (também envolvida na operação de reestruturação da TCS), recai sobre ela a presunção de posse da informação privilegiada, imputação que a defendente não logrou afastar. Ademais, não é admissível, como razão para exclusão de sua responsabilidade, a versão apresentada para a aquisição das ações TCS nos dias 13 e 14 de dezembro de 1999.

60. Diante disso, considero deva ser a Techold responsabilizada por infração aos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM n.º 08/79, tendo em vista que esta companhia foi a efetiva adquirente das ações de TCS.

61. Por fim, verifico que os Srs. Rodrigo Bhering Andrade e Wady Santos Jasmim e a Sra. Verônica Valente Dantas, na qualidade de diretores da Techold, tinham conhecimento da operação de aproveitamento de ágio pela TCS, tendo em vista que essa operação também envolvia a Solpart (que, em conjunto com a TCS, sua controlada, foi signatária do fato relevante que descrevia a aludida operação).

62. No entanto, como já assinalado, além de o Sr. Arthur Joaquim Carvalho ter declarado que foi exclusivamente sua a decisão da compra de ações TCS (fl. 1.548), não há elementos que comprovem a participação desses indiciados nas negociações ocorridas em 13 e 14 de dezembro de 1999. Isso, a meu ver, afasta a responsabilidade dos Srs. Rodrigo Bhering Andrade e Wady Santos Jasmim e da Sra. Verônica Valente Dantas pelo uso de prática não-eqüitativa, razão pela qual entendo devam ser esses defendentes absolvidos.

DAS PENALIDADES

63. Por todo o exposto, proponho a aplicação das seguintes penalidades aos indiciados abaixo relacionados:

(i) ao Sr. Arthur Joaquim de Carvalho, por infração ao disposto no artigo 11 da Instrução CVM n.º 31/84 e aos incisos I e II, alínea “d”, ambos da Instrução CVM n.º 08/79, pena de multa pecuniária no valor de R$ 150.000,00, e

(ii) à Techold Participações S.A., por infração aos incisos I e II, alínea “d”, ambos da

Instrução CVM n.º 08/79, pena de multa pecuniária no valor de R$ 150.000,00.

64. Por fim, proponho a absolvição dos demais indiciados, Sra. Verônica Valente Dantas, Sr. Rodrigo Bhering Andrade e Sr. Wady Santos Jasmim, da imputação de responsabilidade por infração ao inciso II, alínea 'd', e vedada pelo inciso I, ambos da Instrução CVM n° 08/79.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

---

[1] A Instrução CVM n.º 358/02, em seu art. 13, dispõe que: "Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante".

[2] Cf. "Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios". Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 1979.

[3] Convém observar que a proibição em questão tem nítida inspiração na posição da doutrina norte-americana e da própria SEC que sustenta haver um dever de abstenção de negociar com uma "security", ou de divulgar a informação privilegiada a que a parte teve acesso ("the disclose or abstain rule"), que tem por fundamento o princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores ("equality of access principle"). Para ilustrar essa corrente de pensamento, Lois Loss e Joel Seligman trascrevem as palavras de um juiz norte-americano no julgamento de um caso de "insider trading" proferido em 1951: "The rule is clear: It is unlawful for an insider, such as a majority stockholder, to purchase the stock of minority stockholders without disclosing material facts affecting the value of the stock, known to the majority stockholder by virtue of his inside position but not known to the selling minority stockholders, which information would have affected the judgment of the sellers" (*in* "Fundamentals of Securities Regulation, 5ª edição, Aspen Publishers, 2004).

[4] Nesse passo é importante notar que, em relação aos administradores e controladores da companhia, há presunção, relativa, de que, em razão de seu cargo ou posição, esses tiveram acesso à informação privilegiada. Quanto ao chamado "insider de mercado", porém, deve a CVM comprovar que a pessoa teve acesso à informação e que tinha consciência de que se tratava de informação privilegiada. Vide, a propósito, o voto proferido no âmbito do PAS CVM n.º 02/85, julgado em 11.11.1986, em que o então Diretor Nelson Eizirik teceu as seguintes considerações: "O elemento fundamental para a caracterização do "insider trading" é a utilização, pelo "insider", de uma informação confidencial sobre fato relevante, de seu conhecimento exclusivo. Quando o "insider" é administrador ou acionistas controlador da Companhia, há uma presunção "*juris tantum*" de que, em face ao seu cargo ou posição, ele teve acesso à informação privilegiada. Tratando-se de um "insider de mercado" ou "*tippee*", não ocorre tal presunção, cabendo à CVM comprovar o seu acesso à informação (...)". Nesse mesmo sentido, vide os votos proferidos pelo Presidente Marcelo Fernandez Trindade no âmbito dos PAS CVM n.º 13/00 e 18/01, julgados, respectivamente, em 17.04.2002 e 04.11.2004.

[5] Vale notar que esse tem sido o entendimento tradicionalmente adotado pela *Securities and Exchange Commission*, conforme registrado por Stephen M. Bainbridge: "The SEC long has argued that trading while in knowing possession of material nonpublic information satisfies Rule 10b-5's scienter requirement". Fazendo referência ao caso *SEC v. Adler*, afirma o autor que a corte encarregada de seu julgamento decidiu que "when an insider trades while in possession of material nonpublic information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence that there was no causal connection

between the information and the trade—i.e., that the information was not used. Although defendant Pegram apparently possessed material nonpublic information at the time he traded, he introduced strong evidence that he had a plan to sell company stock and that that plan predated his acquisition of the information in question. If proven at trial, evidence of such a pre-existing plan would rebut the inference of use and justify an acquittal on grounds that he lacked the requisite scienter (*in* "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer", disponível em http://ssrn.com/abstract=261277).

[6] Para equacionar as questões que surgem em razão da prova da real motivação do "insider", a SEC adotou a regra 10b.5-1 no ano de 2000, prevendo que a será considerada ilícita a negociação, pelo "insider", "on the basis of material non public information", considerando-se, como tal, a compra ou a venda de uma "security" realizada por pessoa que esteja ciente de que a informação não de conhecimento público ("if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale"). A mesma regra afasta a presunção de culpa se o "insider" alegar, em sua defesa ("affirmative defenses"), que, antes de ter ciência da informação, havia contratado, de forma irretratável, a compra ou a venda da "security"; havia instruído um terceiro a realizar a compra ou a venda da "security" em seu benefício, ou havia adotado, por escrito, um plano de negociação com a "security" objeto da transação.

[7] No ano de 1999, a Techold Participações S/A, juntamente com a Timepart Participações Ltda. e a Stet International Netherlands (atual Telecom Itália International N.V.) – com as quais mantinha acordo de acionistas – controlava a Solpart Participações S/A, que, por sua vez, controlava a Tele Centro Sul Participações S/A.

[8] Conforme assinalado pelos Defendentes (fl. 1.216-1.217), em 29 de julho de 1998, a Solpart (controlada da Techold) adquiriu, em leilão de privatização, o controle da TCS. Para honrar o pagamento devido à União Federal em razão da aquisição, pela Solpart, do controle da TCS, em 31 de julho de 1998, a Techold celebrou com o BNDES contrato que previa adiantamento de R$ 6 milhões e a futura subscrição, por aquele Banco, de debêntures de emissão da Techold, em um valor total de R$ 355 milhões. A garantia do adiantamento de R$ 6 milhões seria a entrega de Nota Promissória avalizada pela Solpart e caução de ações de emissão da TCS detidas pela Solpart.

No entanto, em junho de 1999, a STET, argumentando desconhecer a celebração do aludido contrato, exigiu fosse feita renegociação com o BNDES, para excluir qualquer participação financeira da Solpart. Em outra oportunidade, depois de ter sido demonstrado à STET que um diretor por ela indicado havia assinado o acordo com o BNDES, aquela sociedade passou a questionar a própria finalidade do contrato, sustentando que a Solpart estaria garantindo empréstimo que não beneficiava a todos os seus acionistas.

Os defendentes sustentam, ainda, que, em razão desses obstáculos colocados pela STET, o prazo para emissão das debentures pela Techold teria sido sucessivamente adiado pelo BNDES, levando a Techold a perder a oportunidade de emitir uma das series de debentures inicialmente previstas e a ter que se valer, momentaneamente, de recursos próprios para honrar o pagamento à União Federal.

[9] A propósito, observo não constar dos autos informações de que as ações adquiridas tenham sido dadas em garantia a empréstimo contraído junto ao BNDES.

Declaração de voto do Diretor Pedro Marcilio de Sousa, na sessão de julgamento de 25 de outubro de 2005

01. Farei alguns comentários adicionais aos já expostos pelo Diretor-Relator e exporei as minhas divergências com relação ao seu voto. Nas matérias não tratadas no meu, acompanho o posicionamento do Diretor-Relator.

02. Aproveitamento do Ágio. O fato de se divulgar a intenção de realizar uma incorporação societária no futuro não é suficiente para prover as informações necessárias à avaliação da reestruturação societária e, conseqüentemente, para que o preço das ações reflita essa informação. A divulgação da intenção não esclarece, por exemplo, a data em que a operação será realizada, se será efetivamente realizada e em quais condições. No caso específico de incorporação de ágio, não se define se o ágio reverterá ou não em benefício exclusivo do controlador. Daí porque creio que o fato relevante do dia 3.12.99 em nada contribui para descaracterizar a infração ao art. 11 da instrução 31/84.

03. Aplicabilidade do Item II d) da Instrução 8/79. O item II d) da Instrução 8/79 regula a ocorrência de prática não eqüitativa e contém os elementos caracterizadores da prática não eqüitativa são os elementos necessários à proibição de negociação com informações privilegiadas. Mesmo assim, a Instrução 31/84, também vigente à época dos fatos, regulava

expressamente a negociação com informações privilegiadas, em seus arts. 10 e 11. O art. 11, também de forma expressa, considerava a negociação com informações privilegiadas como prática não eqüitativa. Dado que a Instrução 31/84 é posterior à Instrução 8/79 e que a regra do art. 11 da Instrução 31/84 trata expressamente da negociação com informações privilegiadas e não toda e qualquer prática não eqüitativa, entendo que o Item II d) da Instrução 8/79 não poderia mais ser aplicado a negociações tipificadas pelo art. 11.

04. Por considerar que o Item II d) da Instrução 8/79 não pode ser aplicado a negociações tipificadas pelo art. 11, divergindo do Diretor-Relator, voto pela absolvição da Techold Participações S.A., a quem só foi imputada a infração à Instrução 8/79 e não ao art. 11 da Instrução 31/84.

05. Diferenciação entre o art. 10 e 11 da Instrução 31/84. A defesa dos acusados ressaltou, constantemente, que as negociações objeto do inquérito não produziram lucro e que não houve intenção de obter lucro. Para saber se esses dois itens compõem o ilícito administrativo, creio ser importante entender a diferença entre o art. 10 e 11 da Instrução 31/84.

06. O art. 10 tem por fundamento legal o art. 155, § 1º, da Lei 6.404/76 e faz cumprir o dever de lealdade para com a companhia e seus acionistas, por isso exige "vantagem" e ligação direta com a companhia. O art. 11 tem por fundamento legal o art. 4º, VII, da Lei 6.385/76 e procura "assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários". Não se refere a vantagem ou ligação à companhia, pois procura proteger o mercado, a confiança de que todos os participantes do mercado negociarão em condições similares.

07. Os dois dispositivos acabam por se sobrepor, dado que regulam conduta similar – negociação com informação privilegiada – que se diferenciam apenas pelos destinatários da vedação (administradores e controlador, no caso do art. 10, e qualquer que possua a informação, no caso do art. 11) e pela necessidade de vantagem.

08. Dado que o art. 11 não exige vantagem, entendo, da mesma forma que o Diretor-Relator e pelas considerações constantes de seu voto, que Arthur Joaquim de Carvalho é culpado por negociar ações com base em informação privilegiada. Minha única divergência, nesse caso, é que fundamento minha decisão no art. 11 da Instrução 31/84 e não no item II d) da Instrução 8/79.

09. Por fim, anoto que a Instrução 31/84 foi revogada pela Instrução 358/01 e que esta última instrução em seu art. 13 manteve a vedação à negociação com informação privilegiada da mesma forma que a vedação constante do art. 11 da Instrução 31/84, embora, com uma redação mais detalhada. Não se pode, portanto, alegar eventual retroatividade de norma benéfica em razão da revogação da Instrução 31/84.

É como voto.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na sessão de julgamento de 25 de outubro de 2005

1. Eu acompanho o voto do Diretor Relator quanto à absolvição dos indiciados e, ainda, as observações feitas pelo Diretor Pedro Marcílio. Tenho algumas considerações a fazer.

2. Preliminarmente — tendo em vista o pedido feito pelo advogado dos defendentes e também para efeito de futuras solicitações semelhantes — gostaria de manifestar meu entendimento sobre a questão da gravação de sustentação oral feita em sessão de julgamento. Na minha opinião, deve prevalecer o § 2º do art.8º da Lei nº 6.385/76, que determina serem de acesso público todos os documentos e autos de processo administrativo, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade e do interesse social, ou cujos sigilos estejam assegurados por expressa disposição legal.

3. Assim, se houvesse entre os aqui presentes quem pretendesse gravar a sustentação oral dos advogados, parece-me que não seria lícito a este Colegiado indeferir essa pretensão numa sessão pública, pois o que se pratica com a sustentação oral é um ato processual. Não foi o caso aqui, pois ninguém pretendeu exercitar tal faculdade. No entanto, apenas para que os presentes — inclusive muitos advogados militantes nesta Comissão — já conheçam meu entendimento de antemão, deixo registrado que a sustentação oral, a meu ver, é um ato processual submetido à regra geral de publicidade dos processos administrativos. Não me parece ser possível, nem cabível, impedir sua gravação, a não ser que isso comprometesse a organização, ou a própria realização da sessão de julgamento. Não me parece, no entanto, que a utilização de um gravador possa produzir tal efeito.

4. Quanto ao mérito do caso, a meu ver, um dado muito importante, como destacou o Diretor Pedro Marcílio, diz respeito à necessidade de completa informação ao mercado. Ressaltou-se da tribuna que a Instrução 319 começou a vigorar no dia 3 de dezembro de 1999. Nesta mesma data foi divulgado o primeiro fato relevante pela Tele Centro-Sul Participações S.A. ("Tele Centro-Sul") anunciando que seu Conselho de Administração havia aprovado o início do processo de reestruturação societária das controladas do grupo, e mencionando, ao final, que se cogitava realizar uma operação de incorporação envolvendo a Tele Centro-Sul e seu acionista controlador. Quanto a esta última operação, o fato relevante informava que, caso fosse decidida sua a implementação, seria publicado novo fato relevante contendo os detalhes.

5. Em 8 de dezembro de 1999, quando o Conselho de Administração da Tele Centro-Sul se reuniu e deliberou que realizaria a operação de incorporação da Bluetel, também controlada pela Techold Participações S.A. ("Techold"), já vigorava a Instrução 319/99. Portanto, já se sabia da necessidade de divulgar ao mercado — se e quando tomada a deliberação do Conselho de Administração — as informações previstas no art. 2º da Instrução 319.

6. No momento em que o Conselho de Administração deliberou realizar a operação, passou-se do campo da intenção para o campo da ação, tendo em vista a decisão tomada. Quando isto ocorreu, já vigorava a Instrução 319, de sorte que já estava explicitada, mesmo para os administradores menos atentos, a necessidade de se abranger, na futura divulgação da operação, as informações ali previstas, que são as consideradas pela CVM como relevantes para o mercado. Por isso, ao negociar, após a realização da reunião do Conselho de 08 de dezembro de 1999, o indiciado Arthur Joaquim de Carvalho detinha, sim, um nível de informação muito superior ao que tinha sido colocado à disposição do mercado quando se divulgou a mera intenção de realizar a operação.

7. No que refere à questão jurídica, também muito importante, relativa ao tipo das acusações aqui formuladas, parece que deve prevalecer a imputação de violação ao art. 11 da Instrução 31[1]. Como destacou o Diretor Pedro Marcílio, se há duas normas distintas, elas possivelmente destinam-se a situações diversas; ou a tutelar bens

jurídicos diversos. Parece-me que, no caso do art. 11, tutelava-se a negociação por quem quer que detenha a informação relevante, sem que se exija, necessariamente, algum benefício em contrapartida, como por exemplo ocorria no art. 10[2]. Por outro lado, a Instrução 8 cuida de quatro outros tipos de conduta, que também cogitam de prática não-eqüitativa, como o art. 11 da Instrução 31 também cogitava.

8. A referência a prática não-eqüitativa era freqüente nos normativos iniciais editados pela CVM para disciplinar os tipos puníveis, e tem origem na Lei 6.385 (art. 9º, inc. V e VII), que fala em apuração e punição de práticas não-eqüitativas. Atualmente, no entanto, já não é tão comum a utilização da expressão. Não que a Instrução 8 não contenha, efetivamente, tipos de prática não-eqüitativa; apenas, a meu ver, o art. 11 da Instrução 31 descreve um tipo específico de prática não-eqüitativa (negociação com informação privilegiada).

9. O indiciado Arthur Joaquim de Carvalho negociou com uma informação que não era pública. Se não se pode provar benefício, ou se havia intenção de benefício, isto parece-me irrelevante diante do tipo do art. 11 da então vigente Instrução 31, que não exigia a existência de vantagem. A vantagem, aliás, não é elemento integrante do tipo administrativo nem mesmo no sistema atual. Veja-se que o art. 13 da Instrução 358[3] — que reuniu as disposições que constavam dos arts. 10 e 11 — não se referiu à vantagem econômica, que hoje só é requisito para a aplicação da sanção penal. A redação do art. 13 da Instrução 358 é substancialmente idêntica a do art. 11 da Instrução 31, e continua a vedar, simplesmente, a negociação por quem quer que detenha informação privilegiada, enquanto essa informação não estiver no mercado.

10. Poder-se-ia ainda discutir a possibilidade de retroação benéfica do atual §7º do art. 13 da Instrução 358, que admite que as negociações vedadas no *"caput"* sejam realizadas, desde que estejam alinhadas com a política de negociação de ações previamente adotada[4]. Mesmo nos casos em que não há política de divulgação, a CVM tem considerado a conduta pretérita e reiterada do indiciado, isto é, a conduta que independia, para sua adoção, da informação privilegiada, dado que tinha que ser adotada de qualquer maneira. Este segundo elemento — a necessidade da conduta — não me parece presente neste caso, como demonstra o voto do Diretor Relator. Não restou comprovado que havia necessidade da negociação, que não se podia deixar de exigir do administrador da Techold outra conduta que não a de ter negociado as ações da Tele Centro-Sul.

11. Por fim, tendo em vista as imputações da acusação, parece-me ser o caso de absolver a Techold. Com efeito, à pessoa jurídica foi imputada apenas a infração do inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 8, enquanto que a seu Diretor, o indiciado Arthur Joaquim de Carvalho, imputou-se também a violação ao art. 11 da Instrução 31.

12. Está configurada nos autos a infração do art. 11 da Instrução 31, pois o indiciado negociou valores mobiliários, através da Techold — pessoa jurídica que representava — de posse de informação privilegiada. Não parece possível, contudo, apená-lo, ou à pessoa jurídica, por violação ao inciso II, alínea "d" da Instrução 8, pois o art. 11 da Instrução 31 é regra posterior àquela, anterior aos fatos e que define especificamente o tipo. A prática não-eqüitativa prevista no art. 11 da Instrução 31 é disposição especial em relação à norma geral do inciso II, alínea "d" da Instrução 8, donde o correto, a meu juízo, seria que também à Techold tivesse sido imputada infração à disposição especial. Embora não encontre, materialmente, grande diferença entre o bem jurídico tutelado pelo art. 11 e aqueles possivelmente tutelados pela alínea "d" do inciso II da Instrução CVM nº 8/79, parece-me importante que se respeite o tipo posterior, aplicando-o às condutas que nele se encaixam

13. Feitas essas considerações, meu voto é pela imposição ao indiciado Arthur Joaquim de Carvalho da pena de multa pecuniária de R$ 150.000,00, por infração do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84 e pela absolvição da Techold da imputação de infração à Instrução 8/79. Acompanho as demais absolvições constantes do voto do Diretor. Informo que das absolvições será interposto recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, podendo as partes condenadas, assim desejando, recorrerem àquele Conselho no prazo regulamentar.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

---

[1] *"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."*

[2] *Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários."*

[3] "*Art. 13 - Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante."*

[4] *§ 7º As vedações previstas no "caput" e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.*