

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 04/04

Acusados: Carlos Augusto Coelho Branco

Roberto Mário Amaral Lima Neto

Ementa: **Negociações de valores mobiliários realizadas por advogados que tiveram acesso, no exercício de sua profissão, a informações sobre negócios dos emissores (*insider trading*). Absolvição e multa.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos decidiu:

1. condenar Carlos Augusto Coelho Branco à pena de **multa** pecuniária no valor de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração ao artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, e ao artigo 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/02;
2. **absolver** Roberto Mário Amaral Lima Neto das imputações que lhe foram feitas; e
3. determinar que se comunique o resultado do julgamento à **Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro** e que se remeta cópia das peças dos autos à **Ordem dos Advogados do Brasil**, nas Seccionais em que sejam inscritos os acusados.

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.

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

Proferiram defesa oral os advogados dr. Carlos Augusto Leite Junqueira de Siqueira, representante legal do acusado Roberto Mário Amaral Lima Neto, e dr^a Maria Isabel do Prado Bocater, representante legal do acusado Carlos Augusto Coelho Branco.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Julya Sotto Mayor Wellisch, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, relator e presidente da sessão.

Ausente o diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, que se declarou impedido.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Relator e Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

Objeto

1. Este processo tem por objeto a apuração do eventual uso de informação privilegiada relacionada ao processo de reestruturação das dívidas do Grupo AES¹ junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento de Econômico e Social —

BNDES.

Renegociação de dívidas do Grupo AES com o BNDES

2. O endividamento do Grupo AES com o BNDES teve origem no processo de privatização da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Eletropaulo"), ocorrido em abril de 1998, quando o BNDES concedeu à Lightgás Ltda., hoje AES Elpa S.A. ("AES Elpa"), empréstimo para compra das ações ordinárias representativas do controle da Eletropaulo, sendo estabelecida a caução das ações adquiridas em favor do BNDES². Posteriormente, em janeiro e maio de 2000, a AES Transgás Ltda. ("AES Transgás") holding não operacional do Grupo AES, adquiriu a termo ações preferenciais da Eletropaulo pertencentes ao BNDES Participações S.A. – BNDESPar e a terceiros³, caucionando-as, igualmente, como garantia da operação.

3. Após sucessivas prorrogações e renegociações, as dívidas deixaram de ser cumpridas. Em 31.01.03, a AES Elpa entrou em mora no pagamento de US\$ 85 milhões decorrentes da compra das ações ordinárias, o que daria ao credor, BNDES, o direito de declarar antecipadamente vencida a totalidade da dívida (cf. fato relevante de 31.01.03, fls. 54). Em 28.02.03, foi a vez da AES Transgás entrar em mora, ao não liquidar dívida no valor aproximado de US\$ 336,5 milhões, relativa à aquisição a termo das ações preferenciais (cf. fato relevante de 26.02.03, fls. 57/59)⁴. Embora as dificuldades financeiras das empresas do Grupo AES fossem prévias, tais eventos configuraram o reconhecimento público, pela primeira vez, da situação de "default" técnico frente ao BNDES⁵.

4. Depois de meses de mora e negociação entre as partes, foi publicado, em 08.09.03, depois de encerrado o pregão, aviso de fato relevante (o "Fato Relevante") pelas empresas do Grupo AES, noticiando a assinatura de um Memorando de Entendimentos ("MOU") com o BNDES, dispendo sobre a reestruturação das dívidas contraídas para a aquisição de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Eletropaulo.⁶

Início das investigações pela CVM

5. No período anterior à assinatura do MOU, os filtros de acompanhamento de mercado da CVM detectaram aumento das cotações e do volume de negociação das ações preferenciais de emissão da Eletropaulo (que sempre foram mais negociadas, dentre aquelas de emissão das companhias do Grupo AES), indicando a possibilidade de ter ocorrido vazamento de informações sigilosas. O assunto também foi objeto de notícias da imprensa especializada.

6. Para aprofundar a investigação dos fatos, designou-se, em 05.04.04, uma Comissão de Inquérito (fls. 01) cujos extensos procedimentos de investigação compreenderam: (a) o questionamento às partes envolvidas sobre o início, desenvolvimento e conclusão da negociação, incluindo detalhes sobre terceiros contratados para assessorá-los; (b) exame das operações com papéis da Eletropaulo e de outras empresas do Grupo AES no período de 02.01.98 a 08.09.98, ordenadas pelos comitentes com maior atuação, nos mercados à vista e a termo; (c) exame da movimentação realizada por pessoas que trabalhavam na negociação do acordo; e (d) coleta de algumas informações e documentos relacionados às operações.

7. Em 11.11.03, a Comissão apresentou relatório preliminar afirmando haver indícios de vazamento de fato relevante (Relatório de Análise GMA-2/Nº053/03, fls. 02/44). Quanto aos ora indiciados, o conhecimento de informações que não eram públicas e as operações que realizaram com papéis da Eletropaulo, demonstrariam "*grande probabilidade (...) [de que] tenham se valido de informações privilegiadas para obterem vantagem financeira em negócios particulares*". Também se anunciava a existência de indícios em relação a outras pessoas que haviam negociado com as ações da Eletropaulo.

8. Por tais razões, "*diante dos fortes indícios apresentados*", sugeria-se a abertura de inquérito administrativo para "*o esclarecimento das circunstâncias que envolveram os fatos narrados, bem como de outros que venham a ser identificados no aprofundamento das investigações*". A proposta foi aprovada em 25.11.03 (fls. 46).

Relatório da Comissão de Inquérito

9. Em prosseguimento às investigações, a Comissão de Inquérito procedeu ao questionamento e oitiva de centenas de pessoas físicas, jurídicas e representantes de administradores de recursos de terceiros, assim como dos envolvidos nas negociações, como representantes das partes, seus subordinados, superiores e terceiros contratados para a prestação de serviços ligados à renegociação. A Comissão fez novo exame da relação dos comitentes que negociaram ações de emissão do Grupo AES nos mercados à vista e a termo, por ordem de quantias movimentadas, e por ligação com os indivíduos antes mencionados.

10. Dentre as pessoas envolvidas, ligadas ou contratadas para prestar serviços relativos à operação, 258 foram investigadas. Não foram identificadas negociações suspeitas em nome delas, nem de indivíduos com sobrenomes

comuns aos delas, à exceção das operações adiante descritas em nome dos indiciados. A Comissão também relacionou os 65 maiores compradores líquidos de ações PN da Eletropaulo e os 96 comitentes que adquiriram ações ON ou PN da Eletropaulo às vésperas da divulgação do fato relevante, delas se desfazendo logo em seguida. Entretanto, as providências e questionamentos dirigidos a tais pessoas não foram suficientes para comprovar o uso de informação privilegiada ou a ligação entre elas e os indivíduos conhecedores da informação privilegiada.

A relação dos indiciados com o processo de negociação

11. A partir da mora das empresas do Grupo AES, no início de 2003, o BNDES e o BNDESPar passaram a estudar as estratégias possíveis para a recuperação dos créditos concedidos. As medidas preparatórias à fase litigiosa compreenderam algumas providências importantes — tais como a notificação em que o BNDES comunicava o exercício da faculdade de leiloar extrajudicialmente as ações da Eletropaulo, a autorização à CBLC para realizar o leilão das ações preferenciais e a contratação de instituição financeira para distribuí-las. Essas providências foram adotadas paralelamente à negociação de uma saída amigável, a qual nunca foi descartada.⁷

12. Nessas negociações e na preparação de medidas judiciais, foram contratados advogados, tanto por BNDES e BNDESPar quanto pelo Grupo AES. O primeiro indiciado, Carlos Augusto Coelho Branco, era advogado do escritório contratado por BNDES e BNDESPAR, enquanto o indiciado Roberto Mário Amaral Lima Neto era advogado do escritório contratado pelo Grupo AES. A Comissão de Inquérito constatou que ambos participaram dos serviços dos escritórios relativos ao assunto da renegociação, e que ambos operaram com ações de emissão da Eletropaulo, adquirindo-as após o início do processo de renegociação, e alienando-as após o encerramento desse processo.

13. Segundo o relatório final da Comissão de Inquérito, o escritório onde trabalha o indiciado Carlos Augusto Coelho Branco passou a assessorar o BNDES e a BNDESPar na recuperação das dívidas a partir de março de 2003 (cf. reunião de Diretoria do BNDESPar de 10.03.03, fls. 1947 e 1948), tendo sido a proposta formal de sua contratação aprovada em 19.05.03. A Comissão comprovou o comparecimento pessoal do indiciado, acompanhado de outros colegas de escritório, a diversas das reuniões ocorridas, inclusive à de encerramento, em 05.09.03⁸.

14. Já o escritório onde trabalha o indiciado Roberto Mário Amaral Lima Neto enviou à AES Elpa e AES Transgás, em 25.07.03, proposta para prestação de serviços de assessoria jurídica que foi aceita em 30.07.03 (fls. 1848). O envolvimento dos profissionais desse escritório — entre eles, o indiciado, responsável pelos *"trabalhos técnicos de revisão, inclusão de comentários e tradução das várias versões do Memorando que estavam em negociação"* — concentrou-se nas etapas finais das negociações, a partir de 21.08.03 até a última reunião de trabalho, ocorrida em 05.09.03⁹.

Aquisições efetuadas por Carlos Augusto Coelho Branco

15. O indiciado Carlos Augusto Coelho Branco adquiriu, em 30.07.03 e 01.08.03, um total de 6.300.000 ações PN da Eletropaulo, ao custo de R\$ 146.295,00, alienando-as poucos dias depois da publicação do fato relevante, em 15 e 16.09.03, pelo valor de R\$ 245.618,50, com um lucro bruto de R\$ 99.323,50 (45,31%).

16. O indiciado negou que a aquisição tenha sido influenciada por sua participação no caso, pois *"não havia, naquele momento, qualquer possibilidade de acordo e estava em curso um processo de implementação de execução das garantias da operação de financiamento e da operação a termo inadimplidas"*. Além disso, declarou que é investidor do mercado de ações, que já havia adquirido ações da Eletropaulo em 2002, e que as novas aquisições decorreram de recomendação feita por Roberto Marcos Borges, seu operador junto à Corretora Fator (fls. 6884/6887 e 6888).

17. Roberto Marcos Borges, operador da Corretora Fator, confirmou a recomendação de compra das ações da Eletropaulo, tendo ainda ficado comprovado que tais recomendações eram consistentes com análises da Corretora Fator¹⁰. No entanto, para a Comissão de Inquérito, como assessor jurídico do BNDES e BNDESPar, o indiciado tinha *"muito mais conhecimento do que os demais participantes do mercado dos detalhes e particularidades sobre o andamento das negociações"* de forma que teria aceito a recomendação *"não só pelos fundamentos, opiniões e consenso que poderiam ser de conhecimento público naquele momento e que poderiam ter sido apresentados por seu operador, como também, e principalmente, pelo conhecimento da informação de que o risco de que um acordo entre as devedores e o BNDES/BNDESPar não se concretizaria era mínimo, sendo que, em algum momento futuro, as cotações do papel seriam beneficiadas, como de fato ocorreu"*.

Aquisições efetuadas por Roberto Mário Amaral Lima Neto

18. O indiciado Roberto Mário Amaral Lima Neto adquiriu, em 08.09.03, poucas horas antes da divulgação do Fato Relevante, 100.000 ações PN da Eletropaulo, pelo valor de R\$ 3.574,00, alienando-as no dia seguinte por R\$ 3.660,00, com um lucro bruto de R\$ 86,00. O indiciado nega ter dado ordem para comprar as ações, que teria partido

de Oswaldo Cerqueira Dias, seu primo e assessor financeiro, que teria autonomia para fazê-lo. Esta afirmação, no entanto, segundo a Comissão de Inquérito, não teria sido provada, pois a ficha cadastral do indiciado junto à Fair Corretora e as ordens de compra e venda, não indicariam o responsável pela transmissão de ordens, e não havia controles que permitissem sua identificação.

19. O indiciado afirmou que, em 09.09.03, foi avisado por seu primo de que, na véspera, adquirira em seu nome ações da Eletropaulo, tendo então, determinado, imediatamente, a alienação dos papéis *"com o objetivo de evitar o carregamento de ações sobre as quais estaria impedido de negociar por imposição legal"*. Destacou que não havia conversado com seu primo sobre a renegociação das dívidas da Eletropaulo e que a compra das referidas ações *"foi um ato fora de seu controle, uma infeliz coincidência"*.

20. Tais explicações foram consideradas insuficientes pela Comissão de Inquérito, para quem Roberto Mário Amaral Lima Neto teve acesso privilegiado e prévio ao conteúdo do MOU noticiado em 08.09.03, e, na condição de assessor jurídico da operação, estava impedido de negociar com as ações das companhias envolvidas, tendo também o dever moral e legal de manter um controle mínimo de suas operações com os valores mobiliários, de modo a evitar uma situação de conflito (cf. art. 13, §1º da Instrução 358/02) como a ocorrida neste processo.

21. Posteriormente, quase seis meses após o encerramento da instrução do inquérito, a Fair Corretora apresentou documentação complementar, informando *"que após exames posteriores nos documentos, constatamos que as referidas ordens também poderiam ter sido colocadas pela REFRAN INVESTIMENTOS S/C LTDA., com a qual na época tínhamos um contrato de agenciamento"* (fls. 7124). Dentre os documentos encaminhados¹¹, havia uma *"Autorização para Movimentação Financeira"* em que Roberto Mário Amaral Lima Neto autorizava a Refran Investimentos S/C Ltda. ("Refran"), na pessoa de Francisco José Brant de Carvalho Júnior e Oswaldo Cerqueira Dias, a solicitar em seu nome saldos e ordens de compra e venda de ações junto à Fair, bem como requisitar transferências e resgates de sua conta-corrente mantida na referida corretora.

22. À vista de tais documentos, a Comissão apresentou aditamento ao seu Relatório Final (fls. 7135/7138), salientando, no entanto, que permaneciam inalteradas suas conclusões quanto à responsabilidade dos indiciados, que descreverei na próxima seção.

Imputações

23. Em razão dos fatos acima narrados, a Comissão de Inquérito entendeu que os indiciados Carlos Augusto Coelho Branco e Roberto Mário Amaral Lima Neto deveriam ser responsabilizados pelo descumprimento do disposto no §4º do art. 155 da Lei 6.404/76, e do disposto no §1º do art. 13 da Instrução 358/02, que dizem:

"Lei 6.404/76:

Art. 155. ...omissis...

§ 4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários."

"Instrução 358/02

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.

§ 1º. 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 ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrante do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

...omissis..."

Defesas

24. Os indiciados apresentaram defesas separadas negando a ilicitude das condutas que lhes são imputadas. Passo a resumir os seus principais argumentos.

Defesa do indiciado Carlos Augusto Coelho Branco

25. Carlos Augusto Coelho Branco afirma que sua conduta não se enquadra no tipo legal e que uma condenação violaria o princípio constitucional da legalidade. Em primeiro lugar, o indiciado contesta a existência de informação privilegiada no momento em que realizou suas operações. O conceito de fato relevante utilizado pela Comissão de Inquérito estaria equivocado, pois trataria a expectativa como se fosse fato ocorrido nos negócios da Companhia.

26. Com apoio em doutrina, em pareceres da Procuradoria da CVM e na jurisprudência desta autarquia ¹², ressalta o acusado que a informação relevante deve, necessariamente, referir-se a evento concreto, ocorrido e com caráter definitivo. No caso prático, a informação relevante ainda não estava madura, pois envolvia a celebração de um contrato (o MOU), ato jurídico bilateral que requeria o encontro de duas ou mais vontades para seu aperfeiçoamento. *"Em outras palavras, a possibilidade, maior ou menor, ou o risco, mínimo, médio ou máximo, de celebração de um contrato não pode ser considerada fato relevante"*.

27. Apesar do conceito de *insider* ter se alargado, seria *"lícito ao insider negociar com ações da companhia desde que não se valha de informação privilegiada, com a finalidade de auferir vantagem indevida"*. A ilicitude decorreria do emprego da informação para negociação em mercado, e não, simplesmente, da negociação enquanto de posse da informação. Tanto a lei (§4º, art. 155, Lei 6.404/76) quanto a regulamentação da CVM (art. 13, Instrução 358/02) enfatizariam esse elemento do uso da informação.

28. *"Em razão do regime adotado"*, diz o indiciado, *"ganha particular importância a exigência de que a informação relevante se refira a um fato **ocorrido, material, concreto**. Caso contrário não haveria qualquer segurança jurídica para o insider realizar suas operações, posto que essas sempre seriam questionadas em razão de eventual superveniência de um fato relevante — independentemente do tempo transcorrido entre a sua negociação e a informação divulgada ao mercado"*.

29. Ainda que inexista informação relevante pendente de publicação, o *insider* estará sempre em posição melhor em comparação ao mercado, porque terá conhecimentos superiores. Isto não o impediria, por si só, de negociar com as ações da companhia em questão. *"Caso contrário, uma companhia aberta jamais poderia recomprar suas ações, o acionista controlador jamais poderia formular oferta pública para aquisição das ações dos demais acionistas, os administradores jamais poderiam adquirir ações da companhia que administram ... enfim, diversas operações legítimas e corriqueiramente realizadas em nosso mercado seriam banidas, na vã busca de uma paridade absoluta de informações entre os investidores que, a final de contas, jamais poderia ser alcançada"*.

30. Ressalta o indiciado que a acusação não chegou a concluir que houvesse fato relevante a ser divulgado, no momento da aquisição dos papéis pelo indiciado, tanto que os administradores da Eletropaulo não foram acusados de descumprir seu dever de divulgação. Também não teria sido provado vazamento de informação ao longo do processo de busca de uma solução para a inadimplência das empresas do Grupo AES, que justificasse a oscilação dos papéis da Eletropaulo.

31. Adicionalmente, não foi demonstrado o momento em que a possibilidade de celebração do MOU teria se acentuado a ponto de justificar a abstenção à negociação. O indiciado rememora o histórico dos empréstimos, salientando que, desde dezembro de 2002 e janeiro de 2003, o mercado havia sido informado que as partes renegociavam seus termos. Repete o cronograma das negociações, salientando que a única orientação permanente era de que não se descartassem propostas amigáveis, caso atendessem aos interesses do Banco, o que, no entanto, não impediu que fossem tomadas, durante as discussões, medidas judiciais e extrajudiciais para recuperação do crédito.

32. Tais providências de cobrança teriam ganhado espaço na imprensa especializada e em esclarecimentos encaminhados a Bovespa e CVM, evidenciando que o mercado estaria informado das providências tomadas e de que a solução para a mora das empresas encontrava-se em aberto. O indiciado não possuía informações que não fossem de conhecimento do mercado.

33. Para atestar a incerteza quanto ao desfecho favorável das negociações, o indiciado cita reportagens sobre as medidas adotadas para alienação das ações, entrevistas em que o Presidente do BNDES à época declarava seu pessimismo quanto ao andamento das tratativas e ocorrências que indicariam a inflexibilidade na postura de ambas as partes e a insuficiência das propostas trazidas à mesa de negociações.

34. "Diante da falta de avanço das negociações", segundo a narrativa do indiciado, "intensificaram-se os procedimentos para a execução das garantias, ao passo que, a renegociação da dívida, embora não tivesse sido de todo descartada, apresentava-se como hipótese cada vez mais remota". No momento em que adquiriu as ações da Eletropaulo, aceitando recomendação de seu assessor financeiro, predominava a intenção do Banco de executar a dívida, com intensa mobilização de recursos financeiros e de esforços nesse sentido¹³, ao contrário do "risco mínimo" de litígio judicial que a Comissão de Inquérito diz existir.

35. O indiciado salienta que seu assessor financeiro, Roberto Marcos Borges, que "administrava com alguma autonomia a carteira do Defendente, realizando por vezes operações por conta própria", confirmou, por escrito, a recomendação dada quanto à compra das ações de Eletropaulo, o que era consistente, como admite a Comissão de Inquérito, com os estudos feitos pela Corretora Fator, a qual estava vinculado. Já tendo investido antes em papéis da Eletropaulo com cotações bem superiores (cf. notas de corretagem juntadas) considerou que as cotações encontravam-se muito depreciadas em 2003. Havia ainda a expectativa de liberação de recursos para as distribuidoras de energia, que ajudaria à recuperação do setor.

36. Mesmo que se venha a entender que havia informação privilegiada, inexistem nos autos indícios de dolo, elemento necessário à caracterização do *insider trading*. As negociações teriam se dado de forma transparente, em nome do próprio indiciado, por meio da corretora com que sempre operou, sendo que as ações correspondiam à menor parte de sua carteira, e foram adquiridas em mercado à vista, 40 dias antes do MOU.

37. O indiciado relaciona notícias, declarações públicas, providências, reuniões e medidas tomadas após a aquisição das ações para demonstrar a continuidade do processo de execução das garantias. Destaca, também, o ITR de 14.08.03, em que são feitas diversas menções à tentativa de renegociação da dívida, "o que comprova que todo o mercado sabia que essa alternativa continuava a ser cogitada, embora os fatos então indicassem que o Grupo AES perderia as ações da Eletropaulo que garantiam suas dívidas com o BNDES".

38. De acordo com o indiciado, em 21.08.03 as partes reuniram-se novamente para examinar formas de retomar as negociações. A partir daí, sucederam-se outras reuniões, no decorrer das quais a cobrança judicial e extrajudicial da dívida sempre esteve entre as alternativas. Apenas em 02.09.03, tendo a AES Elpa cedido em pontos fundamentais às pretensões do BNDES, pode-se optar pela solução negociada, o que foi, na mesma data, comunicado aos advogados envolvidos. Mesmo nesse momento, ainda havia incertezas sobre o acordo (tanto que não foi divulgado fato relevante) que dependia de sua formalização e "da aprovação de pessoas de fora do banco" (Ministros e outros representantes do alto escalão do Governo) e enfrentou contratempos até o último minuto. Ao contrário do que diz a acusação, o MOU finalmente assinado diferia, substancialmente, da proposta aventada pelas partes em maio de 2003.

39. Por fim, o indiciado considera um equívoco a Comissão ter presumido que a valorização das ações da Eletropaulo tenha se dado pela celebração do MOU e pelo vazamento de informações relevantes. O mercado como um todo teve ótimo desempenho no período em análise, em especial o setor elétrico, cujo índice setorial (IEE – Índice Setorial de Energia Elétrica), ponderado com papéis de diversas empresas do setor, teria se apreciado em cerca de 40%, refletindo ganho próximo ao experimentado pelo indiciado. Foram juntados estudos e gráficos comprovando que o desempenho da Eletropaulo era semelhante ao de outras empresas do setor, que teriam se valorizado por fatores exógenos comuns a todas¹⁴.

Defesa do indiciado Roberto Mário Amaral Lima Neto

40. Roberto Amaral Lima Neto reafirma que não deu a ordem de compra das ações da Eletropaulo, nem transmitiu qualquer orientação nesse sentido. Repete que a aquisição teria sido realizada, à sua revelia, por Oswaldo Cerqueira Dias, com base no "Contrato de Prestação de Serviços" celebrado entre ambos, e que lhe conferira verbalmente poderes discricionários para comprar e vender ações, sem prévia consulta, até o valor de R\$ 5.000,00. A própria Fair Corretora teria reconhecido a possibilidade de que as ordens tivessem sido emitidas pela Refran (fls. 7124).

41. Os documentos posteriormente juntados, atestariam o vínculo comercial à época mantido entre a Fair Corretora e a Refran, esta última agente autônomo pessoa jurídica a que Oswaldo Cerqueira Dias estava ligado, e confirmaria que este teria poderes para colocar ordens em nome do indiciado. Tais provas teriam sido desprezadas pela Comissão de Inquérito no aditamento de seu relatório.

42. O acusado destaca que, tão logo teve ciência da efetivação da ordem, , no dia seguinte à realização da compra, ordenou espontânea e imediatamente seu desfazimento, sendo certo que nem mesmo o mínimo lucro de R\$ 86,00 foi efetivo, pois após despesas e emolumentos, a operação redundou em prejuízo de R\$ 3,10. O desfazimento da venda foi motivado pelo dever de diligência, e não para auferir lucro ou obter vantagem, que seriam descabidos, frente ao currículo profissional do indiciado e aos danos irreparáveis, pessoais e profissionais, que poderiam advir de uma condenação, desproporcionais ao potencial lucro de uma operação dessa natureza.

43. O indiciado juntou novos documentos em apoio de suas alegações. Um deles é uma declaração assinada por Oswaldo Cerqueira Dias em nome da Refran, datada de 14.12.05, informando que a decisão de compra das ações da Eletropaulo *"foi baseada na percepção de aumento significativo dos volumes negociados em pregões anteriores, além de outros critérios normalmente levados em consideração na realização de operações deste tipo em nome de seus clientes, tais como análises fundamentalistas, tendências, análises setoriais, research de bancos, e avaliações gráficas de preço, que indicavam à época uma boa perspectiva de retorno a longo prazo"* (fls. 7166). Nessa mesma declaração, informa-se que as ações da Eletropaulo adquiridas em nome dos demais clientes foram igualmente desfeitas depois que o indiciado informou-lhes de seu impedimento profissional *"justamente para que não houvesse qualquer problema"* e sem ganho financeiro nas operações.

44. O indiciado salienta que não pode ser penalizado, nem presumido culpado pela demora ou por falhas que tenham ocorrido na prestação de informações que não estavam sob sua guarda, como era o caso daquelas da Fair Corretora. O atraso, neste caso, teria se dado em razão da desativação e transferência do departamento de mercado de capitais da corretora.

45. O indiciado também ataca a declaração à Comissão de Inquérito feita pelo funcionário da Fair Corretora, Caio Augusto Bastos Lucchesi, de que *"acreditava ser o próprio cliente o transmissor da ordem"*, pois tal declaração consistiria em juízo de valor do declarante, destituído de suporte. Nesse sentido, o indiciado juntou aos autos mensagem do Diretor à época responsável pelo departamento de mercado de capitais da Fair Corretora (fls. 7173) afirmando que *"o fato de não constar na ficha cadastral dos clientes o nome da Refran como autorizada a emitir ordens, não descaracteriza o contrato de agenciamento que mantínhamos com a Refran. Isto era uma falha do back-office da Fair"*. Todas as fichas de cadastro de clientes da Fair teriam o código do assessor apostado na parte superior direita, o que, entretanto, poderia ter sido informado à época *"se houvesse boa vontade e interesse"* de Caio Augusto Bastos Lucchesi.

46. Quanto à alusão de que deveria manter sistema de adequado de controle de operações, de forma a evitar a ocorrência das situações tratadas no art. 13 da Instrução 358, o indiciado afirma que não há comando legal que lhe imponha tal obrigação, que se aplicaria apenas às pessoas envolvidas em atividades disciplinadas no art. 1º da Lei 6.385/76. Seriam raras as situações de conflito em sua atuação profissional, optando o indiciado por se abster de negociar em tais casos. Na situação concreta, teria exercido um controle rigoroso, embora *a posteriori*, ao determinar a imediata venda dos papéis adquiridos, repondo as partes ao *statu quo ante*. Mesmo que houvesse um sistema de controle prévio, tal sistema poderia ter sido ineficaz na prática (como pode acontecer até mesmo com as pessoas jurídicas mais aparelhadas) uma vez que o indiciado iniciou seus trabalhos no caso somente no dia 05.09.04.

47. O indiciado conclui, finalmente, sublinhando a inexistência de provas de que tenha havido negociação privilegiada, apoiando-se nos fatos documentados nos autos, invocando a seu favor a presunção de inocência e negando, sob todos os aspectos, ter utilizado informações sensíveis ou relevantes para negociar no mercado de valores mobiliários.

É o Relatório.

VOTO

Senhores Membros do Colegiado,

Observação inicial

1. Tratando estes autos de negociações de valores mobiliários realizadas por advogados que tiveram acesso, no exercício de sua profissão, a informações sobre negócios dos emissores, creio ser importante destacar, de início, que não compete à CVM averiguar a ocorrência de infração ao art. 31 do Estatuto da Advocacia e da OAB (Lei 8.906/94), segundo o qual o *"advogado deve proceder de forma que o torne merecedor de respeito e contribua para o prestígio da classe e da advocacia"*. Quanto a esse tema, e o da eventual falha ética por tais profissionais, cabe à CVM apenas dar ciência à Ordem quanto aos fatos aqui apurados, o que, aliás, deve ser feito, a meu sentir, como proporei ao final.

normas legais e regulamentares aplicáveis ao caso

2. O caso em exame refere-se, como visto do Relatório, a dois advogados que negociaram ações de uma companhia aberta durante o tempo em que detinham, no exercício da profissão, informações sobre o andamento de negociações visando à composição de uma dívida extremamente relevante da companhia.

3. Os advogados não eram administradores da companhia aberta, mas terceiros contratados, por ela e pelo credor, para a negociação da dívida. O art. 155 da Lei das S.A. trata do dever de lealdade dos administradores das companhias, e em particular da vedação de utilização de informação privilegiada. Com a reforma de 2001, entretanto, foi acrescentado a tal artigo um parágrafo — o § 4º — que estendeu a vedação de negociação com base em

informação sigilosa "a qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso".

4. Seria interessante discutir se, com a reforma da lei, os terceiros que têm acesso à informação continuaram, ou não, enquadrados no conceito de *tippee*, ou *insider* de mercado. **Nelson Eizirik** e **Modesto Carvalhosa** concluem no sentido de que, com a nova regra, "será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia. Há, no entanto, um limite para o termo 'qualquer pessoa' utilizado na norma em estudo. Com efeito, deve haver um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos, etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações."¹⁵

5. Em sentido semelhante ao da opinião dos eminentes juristas citados, o Relatório da IOSCO (Organização Mundial das Comissões de Valores) divulgado em março de 2003 sobre a regulação internacional do *Insider Trading* esclarece que a definição de *insider* tem mesmo sido expandida para incluir na categoria de *insider primário* — isto é, aquele que tem acesso à informação diretamente da companhia — os terceiros que prestam serviços à empresa, como os advogados.¹⁶

6. Tradicionalmente se faz a distinção entre o *insider primário*, administrador da companhia ou terceiro com acesso direto às informações da companhia, sobre os quais recai a presunção *iuris tantum* de que detinham a informação, e o terceiro que negocia de posse da informação privilegiada mas não é *insider*, e em relação ao qual é preciso provar o conhecimento dos fatos não relevados ao mercado.¹⁷

7. Sob esse prisma, contudo, tal discussão é irrelevante neste caso, pois ficou comprovado de maneira incontroversa neste processo que os referidos advogados participaram ativamente das negociações e da elaboração de documentos relativos ao ajuste que veio a ser celebrado entre credor e devedor, e tiveram, portanto, acesso à informação relativa a tais eventos antes do mercado.

8. Sendo isto verdade, aplicam-se ao caso concreto as regras do § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76 e do § 1º do art. 13 da Instrução CVM 358/02, e é portanto necessário verificar se os elementos dos tipos previstos naquelas normas ocorreram.

Elementos legais e regulamentares para a configuração de insider trading

9. As normas aplicáveis ao caso, já transcritas no Relatório, têm a seguinte redação:

"Lei 6.404/76:

Art. 155. ...omissis...

§ 4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários."

"Instrução 358/02

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.

§ 1º. 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 ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrante do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados."

10. Vê-se que a regra **legal** estipula uma **vedação** à negociação de valores mobiliários, desde que presentes os seguintes requisitos: (i) *finalidade de auferir vantagem*, elemento *volitivo* também referido no § 1º do mesmo art. 155, que trata dos administradores da sociedade; e a (ii) existência de informação relevante ainda não divulgada.

11. Já a norma regulamentar não menciona a *finalidade de auferir vantagem*, estipulando uma pura e simples vedação à negociação quando se tratar de operação ocorrida na pendência de divulgação de *fato relevante*, desde que aquele que detém a informação tenha ciência ("*sabendo*") "*de que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado*" .

12. Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o *insider*, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a *finalidade de obter lucro com a utilização da informação* . Tal *presunção* legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6º e 7º do próprio art. 13 da Instrução 358/02, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato relevante não divulgado, em certas condições.¹⁸

13. Veja-se que a *finalidade de obter vantagem* constitui elemento *subjetivo* do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma — isto é, no caso concreto, a *efetiva obtenção* da vantagem visada — é elemento *objetivo*, não se confunde com a *finalidade* (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.

14. Quanto ao tema da desnecessidade de vantagem para a ocorrência do ilícito, o Colegiado manifestou-se recentemente no julgamento do Inquérito 17/02, ocorrido em 25/10/2005, merecendo citação a seguinte passagem do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco:

"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"

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.

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. **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. 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 "

15. No mesmo julgamento, o Diretor Pedro Marcilio entendeu que a diferença entre as normas legais regulamentadas pela Instrução 31/84 explicava a origem da referência a vantagem no art. 10 da Instrução 31, e de sua omissão no art. 11 da mesma Instrução:

"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. ...omissis...

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."

16. Também votei naquele caso, e afirmei, então, como fiz acima, que "A vantagem, aliás, não é elemento integrante do tipo administrativo nem mesmo no sistema atual. Veja-se que o art. 13 da Instrução 358 — 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"

17. Assim, parece-me que, no caso concreto, não há que perquirir se houve ou não vantagem, mas sim se o comportamento dos indiciados revela que a aquisição se deu sem a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Além disto, como visto, há que verificar se havia, ou não, fato relevante pendente de divulgação quando da aquisição de ações pelos indiciados.

Conduta do Acusado Roberto Mário Amaral Lima Neto

18. Começo pela análise da conduta do segundo indiciado, porque em relação a ele não há dúvida de que a aquisição

das ações se deu no mesmo dia da divulgação do Fato Relevante relativo à conclusão do processo de renegociação das dívidas, horas antes da dita divulgação. Portanto, não se pode discutir a existência de uma informação relevante e privilegiada de que o indiciado estava ciente quando operou.

19. O argumento de defesa do acusado refere-se, por isso mesmo, ao fato de que ele não teria dado a ordem de negociação, que teria sido realizada por um agente autônomo da Corretora Fair, em seu nome, com base em autorização para negociar até uma certa e pequena quantia de maneira discricionária.

20. Pesa a favor da versão sustentada pelo defendente o fato de que ele alienou as ações no dia seguinte à compra, tão logo — segundo sustenta — foi informado pelo agente autônomo de que seria necessário liquidar a ordem. A ordem era pequena, e o mínimo lucro auferido (de R\$ 84,00) foi consumido pelas comissões e emolumentos.

21. Se o indiciado arrependeu-se, e reverteu a operação, ou se efetivamente ela foi feita à sua revelia, é questão que não se pode responder com certeza. Mas me inclino a crer na segunda hipótese, pois uma vez admitindo-se que o indiciado arriscasse seu emprego e sua reputação por operação tão diminuta (o que me parece pouco crível) ele certamente manteria a posição por mais tempo, em busca de um lucro que compensasse, ao menos minimamente, o risco que correu.

22. Em outras palavras: aceite-se, para argumentar, que o indiciado atuou com a finalidade de lucro baseado na informação privilegiada; admita-se que operou pouco porque não tinha recursos para operar mais; se assim fosse, ele jamais reverteria a operação no dia imediato, salvo por crise de consciência ou arrependimento, pois o risco de ser apanhado já existiria (e seria mínimo de todo modo, dado o valor da operação).

23. O acusado é um jovem advogado, pós-graduou-se fora do Brasil, trabalhou no exterior, atua em um escritório de reputação. Não creio, diante dos documentos e declarações dos intermediários por ele apresentados, do diminuto valor da operação, e do futuro profissional que se punha em risco com a operação, que ele tenha dado a ordem de aquisição das ações. Mas, mesmo que isto tenha ocorrido, eu preferiria considerar que o erro do acusado, diante do imediato arrependimento, e do mínimo valor, deveria ser escusado, pois qualquer pena seria desproporcional ao dano potencial ou efetivo de sua conduta. Se o acusado tiver errado, como por vezes erram os jovens, o fato é que terá prevalecido imediatamente seu arrependimento e a boa índole da sua juventude, e a pena da exposição pública e perante seus pares e colegas já terá sido suficiente para sua conduta.

24. Por isto, entendendo que ficou demonstrado pela prova dos autos que a aquisição de ações pelo indiciado não teve por finalidade o auferimento de vantagens, e que, portanto, não ficou comprovado o elemento subjetivo do tipo do art. 155, § 4º, da Lei 6.404/76, considero que o indiciado deva ser absolvido da imputação de violação dessa norma. Do mesmo modo, por entender que a presunção de atuação com finalidade de lucro, do art. 13, § 1º, da Instrução 358/02, restou revertida pela prova produzida pelo indiciado, no sentido de que havia conferido poderes discricionários para que o agente autônomo da Corretora Fair atuasse dando ordens em seu nome, até um certo valor, e de que reverteu a ordem indevida tão logo dela teve notícia, mesmo com prejuízo líquido, voto pela absolvição do indiciado também quanto a essa segunda imputação.

Conduta do Acusado Carlos Augusto Coelho Branco

25. A situação do primeiro indiciado é diversa, e mais complexa, porque, de um lado, os valores por ele operados são substanciais, e ele obteve ganhos de cerca de 45% em pouco mais de 40 dias. Por outro lado, o acusado sustenta que, quando das compras (cerca de 40 dias antes da conclusão das negociações de composição da dívida), não havia fato relevante não divulgado, na medida em que as negociações passavam por idas e vindas, com possibilidade de ajuizamento de ações e encerramento da possibilidade de acordo.

26. Além disto, o indiciado provou que já havia operado, em 2002, com papéis da Eletropaulo, afirmando, portanto, que não se pode presumir que tenha operado, em 2003, com a finalidade de lucro baseado em informação privilegiada.

27. Quanto ao elemento da existência de fato relevante, convém reler as normas dos arts. 155, § 4º, da Lei 6.404/76, e do art. 13 da Instrução CVM 358: a primeira norma exige "*a utilização de **informação relevante ainda não divulgada***" para a verificação do ilícito; a segunda, proíbe a negociação antes da "*divulgação ao mercado **de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia***".

28. As expressões, a meu ver, apesar da aparência mais específica da norma regulamentar, e mais genérica do tipo legal, devem ser tomadas como sinônimas, significando a vedação de negociar quando se está de posse de uma informação (i) relevante, no sentido de substancial (ou material, para homenagear o anglicismo tão em voga), porque capaz de influenciar, potencialmente, a cotação dos valores mobiliários de uma sociedade, e (ii) não divulgada, no

sentido de que ainda não tornada pública, confirmada, pelo emissor ou terceiros que com ele se relacionem.

29. No caso concreto, a existência das negociações entre BNDES e BNDESPar, de um lado, e Eletropaulo, de outro, havia sido tornada pública, mas seu estágio diário não o fora — e seria mesmo absurdo que o fosse. A companhia tem o direito de manter tal informação em sigilo, até a conclusão do processo, no interesse da própria companhia, mas isto não tira a relevância da evolução diária das negociações.

30. Dizendo-o de outro modo: as contrapartes que venderam ações ao acusado 40 dias antes da conclusão das negociações detinham muito menos informação do que ele, porque ele conhecia o estágio das negociações, e elas não. Não se sabe se teriam vendido as ações pelo mesmo preço — que proporcionou o significativo lucro ao acusado pouco depois da conclusão do acordo — se estivessem no mesmo nível de informação.

31. A defesa do acusado, no sentido de que as negociações não iam bem no momento da compra, e de que se cogitava do ajuizamento de medidas de execução do crédito, ou mesmo de excussão extrajudicial das garantias, não me parece capaz de afastar a relevância da informação detida pelo acusado. A uma porque as negociações são mesmo marcadas por idas e vindas, mas quem delas participa tem muito mais capacidade de avaliar seu futuro do que quem está de fora.

32. A duas, porque é perfeitamente normal que um credor negocie a recuperação de seu crédito ao mesmo tempo em que dá curso às providências preparatórias à sua cobrança judicial. Esse comportamento, corriqueiro nas situações de *default*, não é suficiente, por si só, para afastar os deveres impostos aos *insiders*, mesmo porque as informações que estes detêm sobre o estágio, vantagens e desvantagens da adoção de uma ou outra solução são incomparavelmente superiores àquelas disponíveis ao público.

33. Além disso, o exame do estágio da negociação à época das aquisições pelo acusado permite concluir que havia um grande empenho do BNDES e da BNDESPar em que a negociação chegasse a bom termo, embora tal fato não fosse público. Com efeito, apesar de o litígio judicial para cobrança da dívida não estar descartado, o BNDES preferia a alternativa de solução extrajudicial.¹⁹

34. A comprovação da assimetria informacional, bem como de sua relevância, no caso concreto, está refletida em diversas evidências constantes dos autos. De janeiro a setembro de 2003, ao mesmo tempo em que o mercado trabalhava com boatos e notícias desencontradas na imprensa de que as negociações entre BNDES e o Grupo AES estariam à beira da discussão judicial, muitos outros acontecimentos desenrolavam-se em sigilo, e no sentido oposto:

(i) em 29.04.03 (fls. 1982 e 1983), a AES Elpa envia carta ao BNDES, com indicação de confidencialidade, declarando: *"De acordo com o indicado na reunião que tivemos com o senhor, na qual discutimos nossa nova proposta de conferir a Tietê como a nova empresa a ser controlada conjuntamente pelo Banco e pela AES, esperamos negociar os termos finais deste acordo pessoalmente. Acreditamos ter efetuado concessões significativas hoje, no que se refere aos termos do acordo de acionistas. Conforme indicado na reunião, estamos de acordo com as demandas do BNDES a que o acordo dos acionistas entre a AES e o BNDES contenha direitos de veto significativos e outros direitos reservados sobre como o novo negócio será conduzido posteriormente. Também concordamos em conceder ao BNDES o direito de consumir sua caução nas empresas que compõem a Newco. Esta concessão permitirá ao BNDES resgatar rapidamente a caução sobre qualquer omissão futura do empréstimo ao BNDES. Esta não é uma concessão costumeira, e esperamos que o banco tenha em conta este gesto de compromisso da AES. Entendemos que há várias outras concessões que o senhor gostaria de discutir e negociar durante as próximas semanas, incluindo o repagamento, pela AES, de uma porção dos montantes vencidos e devidos dos empréstimos. **Conforme declarado na reunião de hoje, continuamos dispostos a ser flexíveis a todos os termos, para o acordo ideal.** Deste modo, gostaríamos de pedir ao banco dois itens para acordo: primeiro, concordar com um período de impasse de duas a três semanas, durante o qual as partes concordam em negociar, de boa fé, a resolução final da dívida do BNDES; segundo, concordar em definir de 3 a 4 dias consecutivos, durante os quais banco e a AES se comprometerão a reunir-se para negociar esses termos finais"* (grifou-se).

(ii) em 22.05.03, o BNDES encaminhou ao Grupo AES manifestação contendo o que seriam as diretrizes para as discussões futuras a respeito do equacionamento das dívidas. Embora ainda estivesse sujeito a negociações, já ali se destacava a estrutura básica da operação que viria a ser formalizada pelo MOU;

(iii) documento interno do BNDES intitulado *"Relatório de Situação"*, datado de 06.05.03 (fls. 2000/2004), onde, além do histórico e estágio atual da operação, com uma relação das medidas tomadas para recuperação do crédito, estão informadas, no item *"Possibilidade de Composição"*, as linhas gerais da

proposta que seria discutida em reunião agendada com a AES para o dia 06.05.03. Tal proposta já delineava, substancialmente, as condições que viriam a constar do MOU assinado em setembro, acompanhadas das vantagens que dali resultariam para o Banco;

(iv) reunião de Diretoria realizada em 24.06.03 (fls. 2044) e Ata da 155ª Reunião Ordinária do Conselho Fiscal do BNDES (fls. 2037), onde se registra, de novo, o estágio das negociações entre as partes, sempre em termos próximos aos que viriam a ser formalizados no MOU; e,

(v) reunião de Diretoria realizada em 19.08.03 (fls. 2059 e 2060), onde se reportam novas notícias a respeito do progresso das negociações, que àquela altura rapidamente caminhavam rumo aos termos finais que constaram do MOU.²⁰

35. Vê-se, assim, que o acusado detinha muitas informações relevantes, que não estavam disponíveis ao mercado, sobre a evolução e as possibilidades de evolução das negociações. O Fato Relevante, quando consumada a negociação, foi apenas a conclusão de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado, mas o acusado estava.

36. Estudos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva simbolize a ocorrência relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, freqüentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante.²¹ Além disso, cada vez mais o mercado tenta se antecipar à divulgação de informações, ao invés de aguardá-las passivamente, fazendo apostas quanto aos eventos que serão anunciados, independentemente da importância do anúncio em si, o que também dificulta a identificação de eventos relevantes no tempo.

37. A regulação norte-americana evoluiu no sentido de reconhecer essa situação explicitamente no que se refere, por exemplo, a ofertas públicas, determinando-se que, por mais que a concretização da oferta esteja ligada a um acontecimento específico, os deveres impostos aos *insiders* na pendência de sua divulgação sejam examinados como compreendendo não apenas a ocorrência em si do evento, mas o processo em que se insere a sua formação.²²

38. O caso em exame, aliás, embora original no Brasil por envolver advogados contratados, é freqüentemente citado na regulação do *insider trading* em todo o mundo, que se preocupa com a atuação de profissionais contratados que tenham acesso direto à informação e possam mesmo influenciar decisões da companhia. Dentre essa categoria de *insiders primários* o Relatório da IOSCO, antes citado, inclui especificamente os contratados temporariamente para o exercício de uma função ou prestação de um serviço — chamados *temporary insiders*. O Relatório explica:

*"These "temporary" or "constructive" insiders are usually lawyers, accountants, consultants, investment bankers, etc., who influence material corporate decisions (e.g. concerning mergers) and have the knowledge necessary to assess the materiality of activities undertaken by the company. These "outside insiders" are easily subject to a temptation to trade on inside information.."*²³

39. Assim, parece-me que, no caso concreto, não apenas a informação era relevante, no sentido de substancial, como os acontecimentos inclinavam-se para a solução amigável da questão, inclusive por aconselhamento do acusado, como um dos advogados de BNDES e BNDESPar.

40. A defesa do acusado no sentido de que o seu assessor financeiro recomendou-lhe a compra, em sintonia com as recomendações de investimento da corretora em que era cadastrado, também não me convenceu, pois me parece que o acusado tinha mais informações que seu assessor, e portanto pôde avaliar seu conselho com mais elementos que o mercado em geral.

41. Quanto ao fato de que o acusado já havia negociado, no passado, com ações de Eletropaulo, me parece que o fez, então, como no momento em análise neste processo, visando ao curto prazo. A diferença, entretanto, é que no segundo momento o acusado tinha informações relevantes diversas das do mercado, e portanto não poderia ter negociado.

42. Aliás, quanto a esse argumento, é preciso considerar que o acusado poderia, uma vez ciente de que comprara as ações e, diante da valorização posterior à divulgação do Fato Relevante, ter mantido sua posição, não ter realizado o lucro, ter, enfim, se arrependido eficazmente, como pode ter feito o primeiro acusado. Bem ao contrário, mesmo tendo negociado e participado ativamente do acordo, o acusado, sete dias depois da divulgação do Fato Relevante, alienou suas ações com ganho expressivo. Fez o chamado *short swing*, movimento clássico das operações dos *insiders*.²⁴

43. Este fato afasta o mérito de um dos argumentos da defesa, no sentido de que, a prevalecer a tese da Comissão de Inquérito, nenhum *insider* poderia jamais operar papéis de emissão da companhia em que trabalha. Tal argumento não prospera porque a Instrução CVM 358/02 é expressa ao prever, para os *insiders*, a possibilidade de negociação de acordo com política de negociação previamente aprovada, a qual, como se sabe, geralmente inclui a obrigação de manutenção dos valores mobiliários adquiridos por um certo tempo em carteira.

44. A política de negociação serve exatamente para permitir movimentos na mesma direção e permanentes pelos *insiders*, além de permitir o conhecimento e o bloqueio das operações pela própria companhia (através da também comuníssima centralização dos negócios dos *insiders* em corretoras indicadas pela própria companhia). Fora disso, é evidente que os *insiders* correrão, sim, o risco de punição, sendo esse risco a própria justificativa da criação do porto-seguro das políticas de negociação.²⁵

45. Por fim, ainda quanto à existência de fato relevante, a defesa cita uma recente decisão do Colegiado, de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, proferida no julgamento do IA 11/04, julgado em 11/12/2005. Ocorre que naquele caso, como deixa claro o voto do Relator, os administradores adquirentes de ações haviam formado 79% de sua participação antes do recebimento da primeira proposta de investimento na companhia. Isto é: os administradores desde havia muito compravam ações da companhia, e só compravam, e nunca as venderam.

46. Quanto à finalidade de obtenção de vantagem através da utilização das informações relevantes de que estava ciente, o indiciado não logrou, a meu ver, afastar a presunção regulamentar do art. 13, § 1º, da Instrução 358/02. A alienação das ações, pouco tempo depois da divulgação do sucesso da renegociação, com expressivo lucro, impede, a meu ver, que se afaste a presunção de que, ao negociar com a informação sobre os detalhes da renegociação da dívida, não divulgados ao mercado, o acusado valeu-se dessa informação, com a finalidade de auferir lucro, que aliás alcançou.

Conclusão

47. Agindo como agiram (pela negociação consciente ou pelo desleixo em não evitar negociações discricionárias), os acusados puseram em risco sua própria reputação, atuaram com desrespeito à sólida reputação de seus colegas de escritórios, e das próprias bancas — ambas de notória seriedade e indisputada retidão de conduta. Esses aspectos, como disse, vão além da competência da CVM, mas os fatos narrados nestes autos convocam a uma reflexão sobre a necessidade de os escritórios de advocacia estabelecerem códigos de conduta e políticas de negociação (ou de não negociação) com valores mobiliários de emissão de clientes ou partes adversas, bem como sobre a necessidade de os acordos de confidencialidade comumente celebrados no dia a dia da advocacia empresarial serem específicos quanto à vedação à negociação de valores mobiliários, a fim de evitar processos como este, que lançam dúvida (indevida) sobre a conduta ética dos profissionais do direito.

48. Por todo o exposto, voto no sentido de absolver o indiciado Roberto Mário Amaral Lima Neto, e de, com fundamento no art. 11, inc. II da Lei 6.385/76, condenar o indiciado Carlos Augusto Coelho Branco à pena de multa pecuniária de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração do § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76, e do art. 13, § 1º, da Instrução CVM 358/02.

49. Voto, ainda, pela comunicação do resultado do julgamento ao Ministério Público, que já fora informado da instauração das conclusões da Comissão de Inquérito, e pela remessa de cópia das peças dos autos à Ordem dos Advogados do Brasil, nas Seccionais em que inscritos os acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Relator

1 Aqui entendido como o conjunto de companhias abertas controladas pela AES Corporation composto pelas seguintes empresas: Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Eletropaulo"), AES Elpa S.A. ("AES Elpa"), AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A. ("AES Sul"), AES Tietê S.A. ("AES Tietê") e Energia Paulista Participações S.A. ("Energia Paulista")

2 Financiamento concedido no bojo do "Programa de Estímulo à Privatização Estadual" no valor histórico de US\$ 888 milhões, para aquisição de 74,88% das ações ordinárias da Eletropaulo e que deveria ser saldado em nove parcelas semestrais, com vencimentos programados para 15 de abril e 15 de outubro dos anos de 1999 a 2003

3 A aquisição das ações pertencentes o BNDESPar deu-se por meio de Edital de Leilão de Ações Preferenciais Nominativas de Emissão da Eletropaulo. A compra das ações pertencentes aos terceiros decorreu da Instrução 299/99, à época vigente, e deu-se por meio de pelo Edital de Oferta Pública de Compra de Ações Preferenciais.

4 As condições originais do pagamento da aquisição a termo também já haviam sido repactuadas entre a AES Transgás e o BNDESPar anteriormente, em janeiro de 2002.

5 Novos descumprimentos por parte da AES Elpa seguiram-se, com o não pagamento de parcela de US\$ 247 milhões do financiamento (cf. fato relevante de 15.04.03, fls. 55). Houve, também, por parte da AES Transgás, propostas alternativas de repactuação e equacionamento de seus compromissos

6 O ato relevante informava as principais condições da operação e os passos seguintes necessários à sua implementação, nos seguintes termos: *reestruturação prevê a criação de uma nova empresa de propósito específico, provisoriamente denominada Novacom, com capital partilhado pelo Grupo AES e pelo BNDES. A Novacom consolidará as participações acionárias detidas, direta e indiretamente, pela AES Corp., na Eletropaulo, Tietê e AES Uruçuama Ltda ("Uruçuama") e, em conjunto com a Eletropaulo e Tietê, as "Sociedades"). As ações da AES Sul também poderão vir a fazer parte da Novacom a critério do BNDES. A participação acionária do BNDES no capital da Novacom se dará através da conversão de créditos no valor de aproximadamente US\$600 milhões, correspondente a 50% da soma total do valor atual total das dívidas da EPLA e da Transgás junto ao Sistema BNDES. O restante dessa dívida será coberto de um pagamento pela AES Corp. de US\$40 milhões quando da implementação da reestruturação. O saldo restante, de US\$40 milhões, será pago pela Novacom mediante a emissão por esta de debêntures convertíveis em ações, atreladas à variação cambial e sujeitas a uma taxa de juros de 9% ao ano. As debêntures serão garantidas pela totalidade das ações das Sociedades de propriedade da AES Corp. O prazo para pagamento das debêntures será oportunamente definido pelas partes, devendo variar entre 10 e 12 anos. As partes deverão ainda acordar sobre o prazo médio de amortização e o período de carência. A definição desses termos e condições considerará a capacidade de geração de caixa da Novacom, acrescida de uma margem razoável de segurança. O capital social da Novacom será composto exclusivamente por ações ordinárias. O Grupo AES, controlador da Novacom (observadas as regras a serem definidas em acordo de acionistas), detém 50% mais uma ação ordinária da Novacom, enquanto que o BNDES, 50%, menos uma ação ordinária. A Novacom será administrada por um Conselho de Administração composto por 5 membros, sendo 3 indicados pelo Grupo AES e os outros 2, pelo BNDES; e por uma Diretoria composta por 2 diretores indicados pelo Grupo AES. A implementação da reestruturação está sujeita, dentre outras condições, à realização de prévia avaliação econômico-financeira e operacional das Sociedades cujo resultado tenha sido satisfatório ao BNDES, à obtenção das aprovações necessárias dos credores do Grupo AES, à aprovação prévia da Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, e à negociação e celebração de contratos satisfatórios às partes. É intenção das sociedades signatárias deste Fato Relevante, quando existir fato concreto relativo a esta reestruturação, proceder imediata divulgação nos termos da Instrução CVM nº 358".*

7 O relatório final da Comissão de Inquérito descreve as atas e vitórias do processo de negociação que, finalmente, veio a resolver-se de forma amigável em 08.09.03 com a aprovação do MDU pelas Diretorias do BNDES e BNDESPar. Os autos contém um histórico detalhado dos progressos e retrocessos ocorridos, até às vésperas de sua divulgação pública. Um bom retrato dessas idas e vindas e o departamento de Roberto Thimoteo, Diretor do BNDES e principal responsável pela condução do assunto dentro do Banco, que afirmou que mesmo depois de já assinado o MDU e faltando poucos minutos para a entrevista coletiva que anunciará a conclusão bem sucedida das negociações, "os representantes brasileiros da AES se recusavam a assinar o comunicado conjunto sem autorização da AES Corporation", sendo o "líder Roberto Thimoteo concedido um prazo adicional de cinco minutos para que a AES se desfiliasse" sendo tal documento "foi assinado um minuto antes do prazo estipulado, quando somente se materializou a celebração do Memorando de Entendimentos". 213 a 214)

8 Reuniões em 15.03.03 (fls. 1804/1815); 18.03.03 (fls. 1811); 20.03.03 (fls. 1804/1815); 04.03.03 (fls. 211) e 21.03.03 (fls. 1846 e 1813).

9 Págo que se tem notícia, a partir das reuniões de 21.03.03 (fls. 1846, 1813); 03 e 04.03.03 (fls. 212); 04 e 05.03.03 (fls. 1846).

10 Comissão de Inquérito e Conselho Págo, que negociaram diretamente e negociaram pelo intermediário de confiança com a administração do grupo. Ambos foram realizados com o propósito de obter informações sobre o andamento das negociações e a possibilidade de conclusão das mesmas. 213 - Sobre o ponto foi feita uma declaração de compromisso e uma versão do MDU.

11 A divulgação em coletiva, Televisão, Rádio, que se deu durante o processo de negociação, foi realizada em 08.09.03, com a presença de Roberto Thimoteo, Diretor do BNDES e principal responsável pela condução do assunto dentro do Banco, que afirmou que mesmo depois de já assinado o MDU e faltando poucos minutos para a entrevista coletiva que anunciará a conclusão bem sucedida das negociações, "os representantes brasileiros da AES se recusavam a assinar o comunicado conjunto sem autorização da AES Corporation", sendo o "líder Roberto Thimoteo concedido um prazo adicional de cinco minutos para que a AES se desfiliasse" sendo tal documento "foi assinado um minuto antes do prazo estipulado, quando somente se materializou a celebração do Memorando de Entendimentos". 213 a 214)

17 Sobre o tema da presunção de conhecimento, quando se trata de administrador, e da diferença de tratamento do *tippee*, permito-me citar o voto que prefeiri como Relator do IA 13/00, julgado em 17/04/2002, com alguma menção de doutrina sobre o assunto, especialmente na seguinte passagem: "A questão da prova nos inquéritos que tratam de *insider trading* é das mais controversas. Há quem defenda, com robustos argumentos, que devam ser aceitos *indícios*, em casos tais, como fonte de conclusões, como é a opinião da Diretora Norma Parente, em trabalho escrito ainda quando de sua primeira passagem por esta casa, como advogada, e no qual afirmou: "No *'insider trading'*, onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em *indícios*, que terão como consequência *presunções*, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência - denominada prova 'prima facie')". Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-á presumir — presunção *juris tantum* — que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis. Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que "tratando-se de um *'insider de mercado'*, ou *'tippee'*, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação". Aliás, o mesmo ilustre jurista já afirmara tal posição em artigo de 1983, dizendo: "Tratando-se de *'insider'* de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção *'juris tantum'* de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de *'insider de mercado'*, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante". Luis Gastão Paes de Barros Leães, em seu clássico trabalho de 1978, discorreu sobre a presunção *juris tantum* dos administradores, e a responsabilidade dos *tippers* e controladores, por prática de *insider trading*. Veja-se o que diz: "...ao vedar, expressamente a prática do *'insider trading'* por parte dos administradores, a nova Lei das S/A estende a esse ilícito tipificado o mecanismo da culpa presumida, o que inexistia no regime anterior do anonimato e mais o afeiçoou ao paradigma norte-americano, em que se espelha. Por outro lado, ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção *'juris tantum'* de culpa própria, para justificar a responsabilidade do administrador pelo fato de outrem (empregados, familiares, amigos, sócios, controladores, de sua confiança), por isso mesmo chamada em nosso direito de responsabilidade indireta. Não se trata, por conseguinte, de responsabilidade por culpa alheia, mas de responsabilidade por culpa própria, consistente na violação do dever de vigilância, vale dizer, na negligência em relação à vigilância que lhe incumbia exercer. (...) Na responsabilidade por fato de terceiro, como é o caso, prevalece o princípio geral de que os responsáveis diretos são solidários para com os responsáveis indiretos, como assenta o § único do art. 1.518, combinado com o art. 1.521, do Código Civil. Essa solidariedade passiva linear, assim, plenamente, que se proponha ação de indenização diretamente contra aqueles que receberam dos administradores as informações confidenciais, os chamados *'tippers'* e *'sub-tippers'*" Observa-se claramente que a hipótese de Leães não trata propriamente da presunção de culpa do *insider* de mercado, mas sim da presunção de culpa *in vigilando* do administrador quando da ocorrência de vazamento de informações privilegiadas, por por sua vez poderia dar azo, nas instâncias judiciais, a reclamação judicial posta diretamente em face do *tippee* que delas se aproveitou."

18 A saber: exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga aprovado em assembléa geral e negociações realizadas de acordo com política de negociação previamente aprovada e tornada pública.

19 Veja-se o que consta da Reunião do Conselho Fiscal da BNDESPar, realizada em 05.09.03, onde se lê que "O Diretor Roberto Thimoteo da Costa prestou esclarecimentos a respeito do assunto. Informou que o BNDES está pronto a realizar todos os leilões previstos, porém salientou que o Banco tem o entendimento de que este procedimento esclarecerá a litigância judicial. Enfatizou que o BNDES pretende levar até as últimas consequências todas as possibilidades de negociação e esclareceu que, do ponto de vista contábil, existe por parte do Banco uma percepção do custo de cada alternativa. Salientou que as garantias das operações, as próprias ações, são frágeis de vez que a titularidade das ações é da própria AES. Explicou que, nos termos da nova empresa que deverá ser criada, o controle estratégico e a supervisão operacional sobre os negócios deverão ser do BNDES, enquanto a gestão operacional caberá à AES. Concluindo, destacou que, se firmado um Memorando de Entendimentos com o Grupo AES, este documento deverá ser assinado pela controladora americana, AES Corp."

20 "O Diretor Roberto Thimoteo da Costa informou que prosseguem as negociações com o Grupo AES, estando agendada para amanhã, reunião em que serão analisados os termos de um acordo que possibilitará uma solução para essa questão. Em resumo, prosseguir, negocia-se a transformação de metade do crédito do BNDES, ou seja, cerca de US\$ 600 milhões em capital de uma nova holding a ser constituída e que deteria todos os ativos operacionais que o Grupo AES possui no Brasil. Assim, prosseguir, o BNDES ficaria com 50% da participação acionária menos uma ação e o saldo remanescente da dívida do Grupo AES estaria sujeito a um cronograma de pagamento com inclusão de taxa de juros. Acrescentou que a participação da direção de todas as empresas operacionais, talvez até indicando do Diretor Financeiro, proposta que encontra resistência por parte do Grupo. Esclareceu que a participação do BNDES no capital social da nova holding deverá resultar na valorização da empresa e, na eventualidade de o Grupo AES novamente inadimplir, o Banco poderá capitalizar o valor total da dívida e assumir o controle acionário. Salientou que este acordo ainda encontra em fase negociada, não podendo ainda ser formalizado em proposta para ser submetido à Diretoria"

21 Sanders e Zdanowicz, por exemplo, redefinem o termo inicial de suas pesquisas *insider trading* para incluir o período em que informações não divulgadas e outros sinais começam a ser ventilados em mercado, ainda que por meio de especulação da mídia especializada e por fontes não oficiais. Ralph W. Sanders e John S. Zdanowicz, *Target firm abnormal returns and trading volume around the initiation of change in control transactions* *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 27, pp. 109-129.

22 A Rule 144-3 consagrou o conceito de "substantial step": *applicable* quando "(1) any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced a tender offer and another person is in possession of material information relating to the tender offer; (2) the information the other person knows or has reason to know is nonpublic; (3) that information has been acquired directly or indirectly from the offeror, from the issuer of the securities sought or to be sought by the tender offer (the target), or from any officer, director, partner, employee, or from any person other person acting on behalf of the offeror or the target; and (4) the other person purchases or sells or causes the purchase or sale of any security to be sought or in fact sought in the tender offer or any other security convertible into or exchangeable for that security or any option or right to obtain or to dispose of that security, unless (5) within a reasonable time before any purchase or sale the information and its source are publicly disclosed by a press release or otherwise". A mesma Rule 144-3 estabelece o conceito de "substantial step": "(5) substantial step or steps to commence a tender offer include, but are not limited to, voting on a resolution by the offering person's board of directors relating to the tender offer; the formulation of a plan or proposal to make a tender offer by the offering person or the person(s) acting on behalf of the offering person; or activities which substantially facilitate the tender offer such as: arranging financing for a tender offer; preparing or directing or authorizing the preparation of tender offer materials; or authorizing negotiations, negotiating or entering into agreements with any person to act as a dealer manager, soliciting dealer, forwarding agent or depository in connection with the tender offer". In *Tender Offers*, Exchange Act Release nº 17,120, 20 SEC Docket 1350 nº 33 (04.09.80). A casuística de aplicação da regra é bastante variada, como se vê da seguinte transcrição: "In *Connor & Assoc. v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, the Court found that allegedly fraudulent conduct when the offer was still in a proposed state could violate Rule 144-3 even if the offer never became effective because it was conditioned upon the target board's approval and the board rejected the proposal at the same time that it publicly announced it. A substantial step to commence a tender offer can be taken even if no tender offer is actually made. A court had no difficulty in concluding that a substantial step had been taken to accomplish a tender offer when the two firms had hired a consulting firm, signed confidentiality agreements, and had meetings with top officials. Similarly, when a potential bidder had acquired a large portion in a target from which it could launch a tender offer, this could constitute a substantial step even if this occurred before any meetings between the bidder and the target. In *SEC v. Malo*, the Court held that a meeting before the parties signed a confidentiality agreement was a substantial step toward commencing a tender offer, because one of the two corporations had earlier solicited a tender offer". John Coffee, Jr. e Joel Seligman, *Inscurities Regulation, Cases and Materials* 2ª Edition, Foundation Press, pp. 1110 e 1111).

23 Veja-se a definição: "A special category of primary insiders are professionals not employed by the company generating the inside information, but having access to this information in furtherance of the services provided to the company."

24 Como se vê, o item 18(1) do Relatório de Inquérito contém uma lista de fatos obtidos com negociação realizada em intervalos inferiores a 6 meses por administradores e controladores que detinham mais de 10% de participação no capital social. Essa foi a primeira de todas as disposições do Securities Act voltadas a prevenção de *insider trading* e foi com base nela que, posteriormente, determinou-se o envio à SEC de relatório mensal com as posições acionárias desses *insiders*, nome esta que foi introduzida pelo CVM 358/02. É importante, além, para os funcionários do CVM, que diante de sua permanente exposição a informações relevantes e corporativas diversas, não podem deixar serem negligentes quanto ao dever de informar.

25 A regra 144-3 do Securities Act, na qual reformulamos o item 18(1) do Relatório de Inquérito, também estabelece um "safe harbor" quando a negociação das ações deriva de plano pré-estabelecido, contendo ou instruções firmadas em boa fé. Ao fazê-lo, cria-se a possibilidade de uma "informative disclosure" por parte do acusado nesse tipo de ilícito. "(1) Before becoming aware of the information, the person entered in a binding contract to purchase or sell the security, provided construction to another person in advance of the time the person either expressly specified the amount, price, and time of purchase or the person's intention to purchase or sell the security, or the person entered into a contract, instruction, or plan occurred after the time that the person became aware of the material non-public information"

Voto proferido pelo diretor Waldemar Casella Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 28 de junho de 2006.

Eu acompanho o seu voto, senhor presidente.

Waldemar Casella Branco Castro:
Diretor

Voto proferido pelo diretor Sérgio Wagnelin na Sessão de Julgamento do dia 28 de junho de 2006.

Eu acompanho o seu voto, senhor presidente.

Sérgio Wagnelin:
Diretor

16 Veja-se a seguinte passagem do Relatório: "In definitions of *insiders*, a distinction is usually drawn between two categories of *insiders*: **primary insiders** and **secondary ones**. Such a distinction is justified for a number of reasons. **First, primary insiders get information from its source and have the necessary knowledge to assess the**

materiality of the information. Secondly, they are expected to understand the consequences of trading on confidential information. Hence, the sanctions imposed on primary insiders are usually much harsher than those imposed on secondary ones. (...) Definitions of "primary insider" generally include members of management and the supervisory or administrative bodies of the issuer. **This definition is sometimes expanded to include employees of the company and those who provide services to the issuer (including outside lawyers, accountants and financial advisers).** (...) The concept of primary insiders under US regulations relates to the fiduciary duty of particular persons to the relevant corporation, such as officers, directors, and employees. **However, such a fiduciary duty can be "acquired" by persons who provide services to the corporation, like outside lawyers, consultants, investment bankers or others (so called "temporary" or "constructive" insiders (see section 1.2.1.1.), provided the corporation expects them to keep the information confidential.** Definitions of "primary insider" should encompass the officers in the company generating the inside information, as well as any outside professional service providers having access to inside information. In jurisdictions where the employees of the securities regulator have access to inside information, they should be included within this definition. To facilitate the enforcement of insider trading regulations, a primary insider should have the burden of proof to negate a presumption that he had knowledge of inside information." (grifou-se) in Insider Trading - How Jurisdictions Regulate It, disponível para consulta em www.iosco.org, acesso em 29.05.06.