SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SP2002/063

Acusados: Geração Corretora de Valores Ltda. (atual Geração Participações Ltda.)

Afonso Arno Arnhold

Ângelo César Cossi

Edmundo Valadão Cardoso

Francisco Sérgio Quintana da Rosa

Joaquim Francisco dos Santos Júnior

José Antônio Carchedi

Maurício Estrougo

Milton Luiz Milioni

Nelson Alvarenga Filho

Ementa: **Intermediação de ações no mercado de balcão não organizado, em violação ao artigo 36 do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 1.656/89: multa.**

Infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, configurando prática não-eqüitativa, conceituada na alínea "d", item II, da Instrução CVM nº 8/79: 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, por maioria de votos, vencidos o diretor-relator no que se refere aos valores das multas propostas e o diretor Pedro Marcilio, que votou pela absolvição de todos os acusados, com base no art. 11, inciso II, § 1º, II, da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1) Aplicar à Geração Corretora de Valores Ltda. (atual Geração Participações Ltda.) e ao seu diretor Afonso Arno Arnhold **a pena de multa individual no valor de R$ 50.000,00 (cinqüenta mil reais)**, por violação ao artigo 36 do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 1.656/89; e

Absolver os acusados Afonso Arno Arnhold, Ângelo César Cossi, Edmundo Valadão Cardoso, Francisco Sérgio Quintana da Rosa, Joaquim Francisco dos Santos Junior, José Antônio Carchedi, Maurício Estrougo, Milton Luiz Milioni e Nelson Alvarenga Filho da acusação de prática não-eqüitativa, conceituada na alínea "d", do item II, e vedada pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79.

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

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

Proferiram defesas orais os advogados Ari Cordeiro Filho e Gustavo Alberto Villela Filho, representantes legais dos acusados.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Sergio Weguelin, relator, Pedro Oliva Marcilio de Sousa e Wladimir Castelo Branco Castro, que, na ausência do presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-relator

Wladimir Castelo Branco Castro

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

I) DOS FATOS

1. Trata-se de processo iniciado através de pedido formulado pelo Instituto Conab de Seguridade Social (CIBRIUS) para que fosse investigada a regularidade de diversas operações realizadas pela antiga diretoria, visto que as mesmas teriam ocasionado danos ao Instituto e apresentavam indícios de terem sido montadas com o fim de beneficiar terceiros (fls. 02 a 04).

2. Dentre as várias operações alvo da apuração, está a que constitui o objeto deste processo, que consistiu na compra em 03.12.97 de 395.325 ações ON de emissão da Trafo S/A ao preço unitário de R$ 3,10 no mercado de balcão não organizado, embora o papel fosse negociado em bolsa, pelo CIBRIUS por intermédio da Corretora Geração. Ocorre que essas mesmas ações que representavam 10,52% do capital votante da companhia foram vendidas em 16.06.2000 na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA por intermédio da própria Corretora Geração pelo valor unitário de R$1,67, causando prejuízo nominal ao CIBRIUS de cerca de R$ 565.314,75.

3. A operação teve os seguintes desdobramentos: em 25.11.97, a Corretora Geração fez a oferta por escrito ao então diretor financeiro do CIBRIUS; em 26.11.97, foi elaborado pelo CIBRIUS relatório recomendando a aquisição das ações e informando que o preço ofertado correspondia a 0,843 do valor patrimonial da ação; em 01.12.97, houve a concordância com a operação; em 02.12.97, o CIBRIUS informou à Secretaria de Previdência Complementar – SPC a intenção de adquirir as ações em operação privada, amparada na Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96 e que a negociação previa a cessão de um assento no Conselho de Administração da companhia; no mesmo dia 02.12.97, cópia dessa correspondência foi enviada à CVM; em 03.12.97, a operação foi liquidada; em 09.01.98, a operação foi divulgada ao mercado através de aviso por determinação da CVM.

4. A partir do conhecimento desses fatos[1], a CVM, então, passou a investigar a operação, tendo sido realizada inspeção na Corretora Geração, bem como solicitada à BOVESPA a relação de todos os negócios realizados com ações de emissão da Trafo nos meses de novembro e dezembro de 1997 e à Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC a relação dos negócios realizados no período de janeiro de 1997 a março de 1998. A análise da documentação coletada, além de confirmar a ocorrência da operação, permitiu verificar que no período de 11.07 a 02.10.97 haviam sido efetuados apenas 8 negócios e que o preço em 7 deles foi de R$ 2,30 e que no dia 01.12.97, último negócio antes da compra do CIBRIUS, foi negociado um lote de 500 ações ao preço unitário de R$ 2,90, registrando uma oscilação positiva de 26,01% em relação ao negócio anterior e tendo como vendedor cliente da Geração.

5. A inspeção permitiu apurar também que (a) as ações ofertadas ao CIBRIUS pertenciam a diretores, sócios e clientes da corretora e foram depositadas na custódia da CBLC nos meses de março, maio e setembro de 1997, com exceção de 30.000 ações que foram depositadas em 03.12.97; e (b) que a corretora emitiu notas de corretagens individuais para seus clientes, tanto para as operações de compra quanto para as de venda, e cobrou a respectiva corretagem.

6. O lote de ações pertencia aos seguintes acionistas: Edmundo Valadão Cardoso (diretor/sócio): 86.501 ações; Joaquim Francisco dos Santos Junior (sócio): 56.500 ações; Afonso Arno Arnhold (diretor/sócio): 52.662 ações; Francisco Sérgio Quintana da Rosa (cliente): 52.662 ações; Ângelo César Cossi (diretor/sócio): 30.000 ações; José Antônio Carchedi (cliente): 30.000 ações; Maurício Estrougo (cliente): 30.000 ações; Nelson Alvarenga Filho (cliente): 30.000 ações; e Milton Luiz Milioni (diretor/sócio): 27.000 ações.

7. Diante desses fatos, a inspeção concluiu que a atuação da Corretora Geração teria sido contrária à Deliberação CVM Nº 20/85, pois este normativo veda a participação de integrantes do sistema de distribuição em operações privadas com papéis listados para negociação em bolsa de valores (fls. 21 a 23 e 86 a 88).

II) DO TERMO DE ACUSAÇÃO

8. Ao analisar o processo, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI entendeu que a venda de 500 ações realizada por cliente da Corretora Geração no dia 01.12.97 a R$ 2,90, a um preço 26% maior que o último negócio em outubro, em data posterior ao da oferta da Geração[2] e no dia em que houve a aceitação da oferta pelo CIBRIUS, poderia indicar que o objetivo era dar referencial ao preço que foi pago pelo institucional.

9. Por outro lado, afirma que a Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96 autorizava as entidades fechadas de previdência privada a negociarem privadamente ações listadas em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Em adição esclarece que, embora tanto a Geração como o CIBRIUS tenham sustentando que se tratava de operação privada, a Deliberação CVM Nº 20/85 conceitua negociação privada como sendo aquela realizada diretamente entre as partes sem a presença de intermediários, além de estabelecer que a simples presença de intermediário é suficiente para descaracterizá-la como privada.

10. Ressalta, ainda, que a Resolução CMN Nº 1656/89, vigente à época, fixava, em seu artigo 36, as hipóteses em que era permitida a negociação de valores mobiliários fora da bolsa de valores, não arrolando dentre elas a negociação em mercado de balcão não organizado. Em complemento, a Lei nº 6.385/76, com a redação dada pela Lei nº 9.457/97, em seu artigo 21, § 3o, definiu as atividades desenvolvidas no mercado de balcão não organizado como aquelas realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no artigo 15, I, II e III, daquele diploma legal, excluindo as operações efetuadas em bolsa ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

11. De acordo com a SMI, foi nítida a interferência da Geração nos negócios com ações da Trafo, uma vez que os vendedores eram seus sócios/diretores ou clientes, a oferta foi feita por ela, houve a emissão de notas de corretagem e a cobrança de corretagem pela intermediação. Dessa forma, o negócio foi desfigurado como privado e se transformou em negócio típico de balcão não organizado, portanto, irregular, dado que as ações da Trafo eram negociadas em bolsa e somente nela poderiam ser negociadas, por força do disposto no art. 36 da Resolução CMN 1.656/89.

12. A SMI entendeu também ter ficado demonstrada a existência de articulação entre os vendedores para oferecer o negócio ao CIBRIUS por um preço 35% maior, comparativamente ao último negócio efetuado em bolsa, sem levar em conta o realizado pelo cliente da Geração em 01.12.97, e conclui que nem mesmo o fato de o lote de ações representar 10,52% do capital votante e existir um acordo para obter um assento no Conselho de Administração da companhia justificariam tal diferença de preço.

13. Ante o exposto, a SMI apresentou Termo de Acusação, propondo a responsabilização das seguintes pessoas:

> (a) **Geração Corretora de Valores Ltda.** (atual Geração Participações Ltda.) e seu diretor **Afonso Arno Arnhold,** por violação ao artigo 36 do Regulamento Anexo à Resolução do CMN Nº 1656/89 por ter intermediado no mercado de balcão não organizado ações de emissão da Trafo, que eram listadas em bolsa;
>
> (b) **Afonso Arno Arnhold**, **Angelo Cesar Cossi**, **Edmundo Valadão Cardoso**, **Francisco Sérgio Quintana da Rosa, Joaquim Francisco dos Santos Junior**, **José Antônio Carchedi, Maurício Estrougo, Milton Luiz Milioni e Nelson Alvarenga Filho,** por infração ao inciso I da Instrução CVM Nº 8/79, pelo uso de prática não-eqüitativa nos negócios realizados com o CIBRIUS, prática conceituada na alínea *d* do Item II da mesma Instrução (fls. 266 a 273).

14. Ao apreciar a proposta, o Colegiado, em reunião realizada em 29.10.02, decidiu, com base no voto do então Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, pelo seu acolhimento com a ressalva de que não competiria à CVM analisar a hipótese da possibilidade de obtenção de um assento no Conselho de Administração para justificar o aumento do preço das ações (fls. 277 a 283).

III) DAS DEFESAS

A) Geração Corretora de Valores Ltda. (atual Geração Participações Ltda.)

15. A indiciada apresentou defesa (fls. 393 a 417) onde, preliminarmente, destacou que a minuta de comunicação à CVM de fls. 18 e 19 afirmando que as ações haviam sido adquiridas no mercado de balcão e que as notas de corretagem não correspondem a confissões ou representações vinculadas a eventuais irregularidades administrativas, visto que constituiriam ou simples sugestão de comunicação, portanto, provisória e sujeita a revisão, ou mero registro administrativo ou contábil que não correspondia necessariamente com o conceito rigoroso da operação registrada.

16. E levantou a hipótese de os setores administrativos da corretora trabalharem com registros rígidos, onde a

contabilidade assim dividiria as operações com valores mobiliários: registro para operações de bolsa e registro para operações de balcão. Diante de nova operação fora do âmbito de previsão da Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96, lícita seria a classificação desta nova modalidade dentro de "operações de balcão", sem que isto viesse a desconfigurar a operação como privada.

17. Prosseguindo em sua argumentação, a defesa afirmou que a operação foi desenvolvida de acordo com o disposto na Decisão-Conjunta e citou a Instrução CVM Nº 394/03 - a qual autoriza a realização de operações privadas por fundos de investimentos destinados a investidores qualificados – para consolidar o entendimento de que a presença de intermediários que compõem o sistema de distribuição referido no artigo 15 da Lei 6.385/76 não desnatura a operação enquanto privada. Na verdade, esta espécie de operação a que se refere a Instrução 394 seria do tipo predeterminada, consoante o inciso IV do artigo 36 da Resolução CMN Nº 1656/89.

18. Assim, argumentou que a Deliberação CVM Nº 20/85, usada pelo Termo de Acusação para definir operação privada, seria uma norma genérica em relação à Decisão-Conjunta e à Instrução CVM Nº 394/03. A Decisão-Conjunta seria uma norma especial, vez que fixa qual são os valores mobiliários passíveis de serem negociados privadamente. A defesa destacou que a Decisão-Conjunta sujeita as negociações ao disposto na regulamentação baixada pela CVM para concluir que a remissão ao conceito de "operação privada" não corresponde necessariamente ao estabelecido pela Deliberação CVM Nº 20/85: a norma não discrimina os normativos aplicáveis à situação; ao revés, é ampla e abrange qualquer ato administrativo editado pela CVM que disponha acerca do conceito de operação privada.

19. Atentou, também, para a importância de se verificar o fim para o qual a norma foi criada antes de aplicá-la. A Decisão-Conjunta objetivava facilitar às entidades fechadas de previdência privada a aquisição de lotes de ações com a finalidade de dispensá-las da obrigatoriedade de recorrer ao mercado de bolsa ou ao mercado de balcão. Asseverou que este normativo não pretendia impedir a atuação de intermediários nestas negociações, até mesmo porque é habitual que tais negócios sejam realizados por via destes agentes.

20. Ademais, frisou que Deliberação e Instrução são atos normativos diversos que diferem no tocante à finalidade para o qual são editados. Enquanto a Deliberação visa consubstanciar todos os atos do Colegiado que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno, a Instrução visa regulamentar as matérias previstas na Lei 6.385/76 e na Lei das Sociedades Anônimas. Sustentou, então, que o conceito de "operação privada" contido na Decisão-Conjunta não possui o *status* de entendimento genérico interno da CVM à época de sua elaboração.

21. Lembrou que a conceituação e a distinção dos termos "mercado de balcão organizado" e "mercado de balcão não organizado" só adveio com a alteração promovida pela Lei 9.457/97 à redação do § 3o do artigo 21 da Lei 6.385/76, lei esta que delegou à CVM o dever de definir os casos em que valores mobiliários podem ser negociados simultaneamente em bolsa e no mercado de balcão (artigo 21, § 6o, III). Como tais modificações não ratificaram o conceito de "operação privada" expresso na Deliberação CVM Nº 20/85, estaria a CVM obrigada a se manifestar acerca da forma e do âmbito da realização da operação descrita na Decisão-Conjunta.

22. Defendeu que a redação do artigo 1o da Decisão-Conjunta induzia ao entendimento de que aquele diploma estava criando um novo tipo de negociação privada e, por conseguinte, seria lícita por três motivos: pela qualificação de uma das partes – fundação fechada -, pela admissibilidade do tipo de valor mobiliário negociado – ações de empresas registradas para negociação em bolsa de valores e em mercado de balcão organizado - e pela forma de condução e realização da operação – aproximação direta da oferta/aceitação sem a submissão a leilão em bolsa ou a oferta em balcão organizado.

23. Por fim, a defesa postulou sua absolvição e, no caso de se entender que o ato praticado seria ilícito, a caracterização do erro sobre a ilicitude do fato – o que afastaria a punibilidade pela ausência do elemento culpabilidade – inevitável diante da má técnica de redação do dispositivo, objeto da acusação. Por outro lado, consignou que a defendente teria agido sempre na mais estrita boa-fé - em seus dois vetores: objetiva e subjetiva -, porque ignorava o caráter ilícito de sua conduta e agiu com transparência e lealdade, sem intuito de desobedecer a qualquer lei ou regulamento.

B) Afonso Arno Arnhold, Angelo Cesar Cossi, Edmundo Valadão Cardoso, Joaquim Francisco dos Santos Junior, José Antônio Carchedi, Maurício Estrougo, Milton Luiz Milioni e Nelson Alvarenga Filho

24. Os indiciados Angelo Cesar Cossi, Edmundo Valladão Cardoso, Joaquim Francisco dos Santos Junior e Milton Luiz Millioni, sócios da Geração, (fls. 375 a 391), e José Antônio Carchedi, Maurício Estrougo e Nelson Alvarenga Filho, clientes da corretora (fls. 420 a 437), apresentaram defesas semelhantes à formulada por Afonso Arno (fls. 328 a 365).

25. O indiciado Afonso Arno era sócio e o Diretor responsável pela área de bolsa da Corretora Geração à época dos fatos. O defendente fez remissão aos argumentos apresentados na defesa da corretora quanto à acusação de descumprimento do artigo 36 do Regulamento Anexo à Resolução do CMN Nº 1656/89, de modo que sua defesa cingiu-se à acusação de uso de prática não eqüitativa, mesma acusação formulada aos demais, baseando-se em dois argumentos:

> (a) devido ao seu grau de abstração, a norma do item II, *d*, da Instrução CVM Nº 8/79 seria um princípio geral de direito e não uma regra penal-administrativa. Seus termos seriam de difícil compreensão - tais quais "prática", "efetiva ou potencialmente", "tratamento" e "indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação" – e, por isso, exigiriam do aplicador da lei um prévio exercício interpretativo. Para delimitar corretamente os conceitos, invocou-se o uso da filtragem estabelecendo, assim, aquilo que não está comportado em tais designações e fixando, por exclusão, o que está embutido no conceito almejado;
>
> (b) a acusação estaria calcada em fatos regulares. Três seriam as razões da licitude dos fatos. Primeiramente, a associação dos lotes individuais dos vendedores em um para alcançar um percentual significativo seria lícita. Em segundo lugar, os fatos seriam inaptos *per se* a colocar investidor institucional em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade frente aos demais. Por último, os fatos seriam caracterizadores de aproveitamento de um tipo de serviço desejado e benéfico ao investidor.

26. A defesa salientou que a associação tinha como finalidade inicial o alcance do percentual de 20% para habilitação em uma vaga no Conselho de Administração. No entanto, este objetivo foi frustrado, vez que referido percentual não foi atingido, fazendo com que seus proprietários tomassem a decisão de vender suas ações. Com a edição da Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96, tornou-se interessante ofertar as ações a investidor institucional. A despeito de essas ações possuírem baixíssima liquidez, ainda assim poderiam vir a ter uma demanda e esta se configurou com tal oferta, onde o investidor institucional – o CIBRIUS – aspirava à obtenção de um assento no Conselho de Administração da Trafo, além de intencionar deter um percentual que fosse hábil para lhe proporcionar uma posição importante nas ações ordinárias e, em contrapartida, os titulares dos lotes individuais, reunidos em bloco, pretendiam desfazer-se de suas ações.

27. Para corroborar a licitude da associação, fez referências às garantias constitucionais de livre associação (artigo 5o, XVII) e de agir nos estritos limites legais (artigo 5o, II) e citou a LSA que prevê, em diversos dispositivos, hipóteses de associação de acionistas com o fim de atingir determinados objetivos políticos, empresariais e econômicos sem que tais associações sejam ilícitas ou assim sejam presumidas. Logo, o agrupamento de acionistas para perfazer um percentual significativo para a venda de ações não caracterizaria conduta ilícita. Nem mesmo o fato de esses acionistas estarem vinculados à corretora seria hábil para caracterizar o ilícito. Tais vínculos – seja na condição de cliente, seja na de diretor – seriam meramente administrativos e negociais.

28. Fortaleceu sua tese através da aceitação da proposta pelo CIBRIUS e por este ter considerado o preço de aquisição do lote de ações favorável, visto a relação com o valor patrimonial da ação (0,843). Afirmou que o fato de os alienantes estarem associados não exerceu influência sobre o interesse da fundação em adquirir o lote de ações e ressaltou, ainda, que esta condição de associado também não teria surtido o efeito de posicionar o Instituto em patamar de inferioridade negocial na oferta. Lembrou que, como investidor institucional, o CIBRIUS possui maior fôlego e que a unicidade da oferta ou seu desmembramento em sucessivas ofertas não seria suficiente para acarretar tal posição indevida.

C) Francisco Sérgio Quintana da Rosa

29. O Recorrente apresentou suas razões de defesa nos seguintes termos (fls. 442 a 450):

> (a) O Termo de Acusação não foi capaz de estabelecer uma relação de causa e efeito entre o ato impugnado – a venda das ações da Trafo pelos indiciados por intermédio da corretora ao CIBRIUS por preço superior ao de mercado e indevidamente realizada através de operação privada, causando-lhe um grande prejuízo, que ficou caracterizado com a venda posterior das ações;
>
> (b) A compra das ações da Trafo pelos vendedores, ora indiciados, foi impulsionada pelas perspectivas promissoras do setor elétrico - existentes à época - e pela possibilidade de virem a interferir na administração da companhia em razão da posição acionária detida de pouco mais de 10%. A posterior venda dessas ações foi motivada por apresentação de proposta que lhes pareceu interessante como negócio;

(c) O pagamento de preço diferenciado pelo lote das ações que garantia um assento no Conselho de Administração é absolutamente normal e corriqueiro no mercado;

(d) Verifica-se a inexistência de articulação pela mitigada compra dessas ações pelos indiciados entre março e setembro de 1997, de forma que uns a obtiveram com nove meses de antecedência, enquanto outros, com sete, e, alguns, com três meses anteriores à venda para a CIBRIUS;

(e) Aufere-se a legitimidade da venda das ações ao CIBRIUS pela apresentação por parte deste à CVM e à SPC – Secretaria de Previdência Complementar de correspondência elucidativa acerca da aquisição das ações, onde tais órgãos públicos não se opuseram à efetivação do negócio de compra e venda;

(f) Em nenhum momento ficou comprovadamente caracterizada a articulação entre os vendedores com o fito de causar prejuízo a terceiros;

(g) A posição de desequilíbrio ou desigualdade necessária para a tipificação da conduta prescrita pela Instrução CVM Nº 8/79 também não foi comprovada e, na verdade, sequer teria existido. O acusado, como cliente da Corretora Geração, se encontrava em posição passiva, que não ensejava colocar quem quer que seja em posição de desigualdade ou desequilíbrio;

(h) Em nenhum momento, portanto, ficou provada a articulação ou o conluio que justifique a imputação de prática não eqüitativa ao acusado.

É o Relatório.

VOTO

DOS FATOS

1. O Instituto Conab de Seguridade Social (CIBRIUS) comprou, em 03.12.97, 395.325 ações ordinárias de emissão da Trafo S/A, que representavam 10,52% do capital votante, pelo preço unitário de R$ 3,10, por intermédio da Corretora Geração, tendo como vendedores sócios e clientes da própria corretora. A operação ocorreu fora do mercado bursátil, onde as ações eram admitidas à negociação, a partir de oferta efetuada pela corretora e previa, de acordo com o então diretor superintendente do CIBRIUS, a possibilidade de negociar a cessão de um assento no Conselho de Administração da sociedade que deveria ser concretizada na assembléia a ser realizada no início de 1998.

2. Com a mudança da Diretoria do CIBRIUS, os novos componentes solicitaram à CVM, em junho de 2000, uma investigação acerca da regularidade de várias operações realizadas na gestão anterior, dentre as quais a de que trata o presente processo, pois, além de apresentarem indícios de terem sido concretizadas com o fito de beneficiar terceiros, haviam causado elevado prejuízo ao Instituto.

3. Os fatos foram devidamente apurados, tendo sido constatado que, se por um lado, a Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96 permitia às entidades de previdência privada negociarem privadamente ações listadas em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, por outro, a presença de sociedade corretora, no caso, retirava da operação a característica de negociação privada, tornando-a pública, por força do disposto na Deliberação CVM Nº 20/85.

4. Verificou-se ainda que ações adquiridas, que possuíam pouca liquidez, foram vendidas em junho de 2000, também por meio da Corretora Geração. Todavia, esta última negociação ocorreu no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo ao preço de R$ 1,67 por ação, acarretando significativo prejuízo ao CIBRIUS.

5. Diante disso, foi instaurado o presente processo administrativo por infração ao Regulamento Anexo à Resolução CMN Nº 1656/89 pela indevida negociação de ações e por uso de prática não-eqüitativa, em infração ao item I, conforme a definição da alínea "*d*" do item II da Instrução CVM Nº 8/79.

FUNDAMENTAÇÃO

I – Da indevida negociação de ações em operações privadas pelos integrantes do sistema de distribuição

6. Às entidades fechadas de previdência privada era permitido, pela revogada Decisão-Conjunta CVM/SPC Nº 01/96, em caráter excepcional, negociar privadamente[3] ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, desde que o percentual envolvido representasse, pelo menos, 10% do capital com direito a voto, segundo o item I do artigo 2º[4] daquele normativo.

7. A definição de negociação privada, por sua vez, se encontra na Deliberação CVM Nº 20/85 [5], que a conceitua como

toda negociação feita diretamente entre os interessados, ou seja, sem a participação dos integrantes do sistema de distribuição listados no artigo 15 da Lei 6.385/76.

8. A compra e venda das ações da Trafo foi realizada no mercado de balcão entre, de um lado, o bloco de vendedores integrado pelos clientes e sócios da corretora e, de outro, o CIBRIUS na posição de comprador, com a intermediação da Corretora Geração.

9. Nesse tocante é que ficou consubstanciada a irregularidade da negociação. Era lícito aos comitentes venderem suas ações diretamente para o CIBRIUS de modo privado, isto é, sem a presença de intermediário, ou, então, no ambiente de bolsa. Havia essas duas possibilidades. Entretanto, a escolha feita foi a da via transversa à legal. Optou-se por realizar a compra e venda no mercado de balcão por meio de uma sociedade integrante do sistema de distribuição, quando se sabia que a presença do intermediário descaracteriza a negociação enquanto privada e que a Resolução CMN 1.656/89 fixava a regra da realização dos negócios em Bolsa, bem como vedava operações de balcão nesses moldes.

10. A razão pela qual a Resolução 1.656/89 determinava a obrigatoriedade da realização do negócio em bolsa, não admitindo o balcão (e, portanto, afastando a participação das entidades integrantes do sistema de distribuição de operações fora de bolsa que envolvessem ações negociadas no ambiente bursátil) foi a de evitar que integrantes do sistema criassem mercados paralelos e menos transparentes que dividissem a liquidez dos papéis negociados em bolsa, pondo em dúvida a qualidade da formação de preços, exatamente como acabou acontecendo neste caso.

11. Na bolsa de valores, além da visibilidade das operações, é assegurada a possibilidade de interferência de compradores e vendedores. O sistema de bolsa promove o encontro entre a oferta e a demanda, funcionando como um leilão na busca do melhor preço para o cliente. Cabe às corretoras o papel de representar o interesse dos seus clientes e dos investidores em geral, cujos nomes são mantidos em sigilo, fazendo a ligação entre as ordens de compra e venda. Em contrapartida à prestação desses serviços, cobram, a título de remuneração, uma taxa de corretagem. Por isso, devem estimular as operações em bolsa, convergindo as negociações de seus clientes para este ambiente. No caso, ao intermediar a operação, a corretora deveria tê-la trazido para o mercado bursátil, o que, entretanto, não o fez, contrariando as normas específicas.

12. Poder-se-ia até querer defender a legalidade da operação, sustentando que seria um dos casos excepcionais de negociações fora de bolsa, consentidos pela legislação. Contudo, há que se admitir que também não estamos diante de nenhuma dessas hipóteses, que se encontravam previstas na Resolução CMN Nº 1656/89 [6], vigente à época dos fatos, e que estabelecia o seguinte em seu art. 36:

> "Art. 36. É permitida a negociação fora de Bolsa de Valores, de valores mobiliários nela admitidos, nas seguintes hipóteses:
>
> I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;
>
> II – quando relativos a negociações privadas;
>
> III – quando se tratar de índices referentes aos títulos e valores mobiliários;
>
> IV – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários."

13. Como se pode facilmente inferir, o inciso II é inaplicável à operação questionada devido à presença do intermediário, que descaracteriza a operação como privada em decorrência do disposto na Deliberação CVM Nº 20/85. Além disso, a incidência do inciso IV está afastada, pois não há outras hipóteses de negociação fora de bolsa previstas em regulamentação editada pela CVM que possam legitimar a negociação ocorrida. Já os incisos I e III não guardam qualquer relação com a operação realizada.

14. O argumento da defesa, no sentido de que realizar a operação em balcão, e não privadamente, consistiu, na verdade, em melhoria do padrão da negociação, não pode prevalecer, porque ignora a finalidade da regra do art. 36 da Resolução 1.656/89. Aquela regra, como visto, não impedia (porque não poderia fazê-lo genericamente) as negociações privadas. Mas não permitia a negociação em balcão exatamente por entender que, uma vez intervindo integrante do sistema de distribuição, a formação de preços deveria se dar no sistema mais líquido e transparente das bolsas (salvo, naturalmente, para os papéis que nelas não fossem admitidos, caso em que se podia negociar em balcão).

15. Conseqüentemente, as condições de negociação das ações da Trafo foram de encontro aos normativos existentes, não tendo se tipificado nem como operação privada nem como regular negociação de bolsa. Caso as partes se interessassem por fechar o negócio de forma privada, deveriam ter se abstido da interferência da corretora, que as aproximou e intermediou toda a operação.

16. Por outro lado, cabe esclarecer que a autorização de realizar negociações privadas concedida pela Instrução CVM Nº 394/03 aos fundos de investimento destinados a investidores qualificados, mencionada na defesa, não tem qualquer aplicação às entidades fechadas de previdência privada, uma vez que referido ato normativo é adstrito àquele tipo de investidor, e além disso trata da integralização de cotas de fundos de investimento com ativos já detidos pelo fundo, e não de aquisição de novos ativos.

17. Finalmente, deve ser ressalvado que a indiciada era uma corretora atuante no mercado de capitais e que, portanto, não pode alegar desconhecimento das normas que regulam o ambiente em que atuava para se eximir de respeitá-las: tinha o dever de conhecê-las e de observá-las. A alegação de desconhecimento da lei como justificativa para legitimar a prática de atos que lhe são contrários é inadmissível, tendo em vista a presunção de ciência das normas, inclusive a regulamentação editada pela CVM, à qual é dada ampla publicidade. Em conseqüência, a defendente continua sujeita às sanções previstas pelo descumprimento das regras relativas ao mercado de capitais.

18. À vista do exposto, entendo que restou configurada a violação pela Geração Corretora de Valores Ltda. e seu diretor ao disposto no artigo 36 da Resolução CMN Nº 1656/89.

II - Do uso de prática não–eqüitativa

19. Segundo a relação de negócios realizados em 1997 com ações ON da Trafo (antes, portanto, da operação questionada), em 01.09.97 foram negociadas 29.900 ações ao preço de R$ 2,12, em 02.10.97, 2.000 ao preço de R$ 2,30 e em 01.12.97, apenas 500 ao preço de R$ 2,90, vendidas por um cliente da Geração, registrando a variação de 26% em relação à cotação anterior. Por outro lado, o CIBRIUS adquiriu o lote de 395.325 ON em 03.12.97 pelo preço unitário de R$ 3,10, o que representou uma variação de cerca de 35% em relação ao preço de R$ 2,30, totalizando o valor de R$ 1.225.507,50.

20. Ainda conforme a relação de negócios referente a junho de 2000, as ações da Trafo foram transacionadas em bolsa no dia 14 e no dia 16, pelos preços unitários respectivos de R$ 1,40 e de R$ 1,67, tendo sido este último o valor da venda das ações pelo CIBRIUS.

21. Ora, parece evidente que o preço pago pelo CIBRIUS na operação de compra se revelou artificial e inflado em relação ao desempenho do mercado, especialmente se for levada em conta a conjuntura do ano de 1997, marcada pela crise asiática, cujo principal efeito foi a queda das bolsas. Em outubro daquele ano, as ações negociadas na BOVESPA caíram bruscamente e mantiveram-se em baixa nos meses subseqüentes. Caso o papel tivesse sido negociado em bolsa, provavelmente o montante recebido com a venda seria bem menor, porquanto refletiria o valor de mercado das ações decorrente da Crise da Ásia.

22. Apenas para ilustrar a ordem de grandeza da variação de preços registrada durante o último trimestre de 1997, atento para o declínio do índice BOVESPA em torno de 35%, ao passo que as ações da Trafo subiram 25% e, se for considerada a operação com o CIBRIUS, esta estatística eleva-se para 35%. Em termos relativos, as ações da Trafo teriam dobrado em relação ao Índice Bovespa, demonstrando um grande descolamento das ações da companhia em relação ao resto do mercado, o que não parece razoável.

23. É igualmente notável a estranha atração da Fundação por esse investimento, principalmente no que toca às razões que a teriam levado a realizar esta canalização de recursos de seus associados, quais sejam, a probabilidade de obtenção de um assento no Conselho de Administração da Trafo e o relatório incipiente com justificativas frágeis para a aquisição das ações. Tanto é assim que a nova gestão da entidade requisitou a esta autarquia uma investigação nos negócios efetuados pela administração anterior.

24. No entanto, a análise da qualidade e da pertinência dessas aquisições compete à SPC. Não me parece ser competência da CVM fazer dita avaliação, até mesmo porque a operação, se executada privadamente, estaria em consonância com os normativos aplicáveis.

25. Nesse sentido, acompanho as observações feitas pelo Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos (voto de fls. 281/282, acolhendo o Termo de Acusação) de que não compete à CVM avaliar os impactos sobre o preço da ação que a negociação de um lote mais expressivo de papéis pode ter. Entendo que compete à SPC avaliar o caso concreto com todas as suas alegadas possibilidades e concluir pela propriedade ou não do preço praticado na operação.

26. Objetivamente, não vejo elementos nos autos que possam provar a prática não eqüitativa. A proposta de venda das ações foi feita por escrito e todas as cotações anteriores das poucas negociações com o papel estavam disponíveis ao Cibrius, que decidiu comprar os ativos por vontade própria. Por assim entender, não vejo como responsabilizar os vendedores por conduta que preencha o tipo de prática não-eqüitativa. Estes agiram em interesse próprio de se desfazer de suas ações por preço vantajoso, sendo que era também dever do Instituto de Seguridade zelar pelos interesses de seus associados.

DA FIXAÇÃO DA PENA

27. A Lei 6.385/76 (conforme redação dada pela Lei 9.457/97), em seu art. 11, § 1.º , estabeleceu parâmetros claros para a fixação da penalidade de multa pela CVM:

> *Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:*
>
> *.....*
>
> *II - multa;*
>
> *.....*
>
> *§ 1º A multa não excederá o maior destes valores:*
>
> *I - R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);*
>
> *II - cinqüenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou*
>
> *III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.*

28. No caso concreto, entendo que a atuação ilícita em que incorreram a Geração Corretora e seu diretor responsável Afonso Arno Arnold (violação do artigo 36 do Regulamento anexo à Resolução CMN 1656/89) é inadmissível para uma instituição integrante do sistema de distribuição, o que exige reprimenda por parte da CVM.

29. Conforme já afirmado neste voto, a meu ver, ao levar para fora da Bolsa um ativo registrado para negociação nesse ambiente, a corretora ignorou e eliminou todos os mecanismos criados para dar transparência e eqüidade às transações com o ativo. Ao impedir que a operação sofresse interferência de compradores e vendedores, o intermediário financeiro subverteu por completo a sua própria razão de existir: atuar, no interesse dos seus clientes, formando o próprio mercado de valores mobiliários.

30. Assim, em vista da relevância do ilícito para o mercado, entendo cabível e proporcional que este Colegiado da CVM fixe como pena aplicável à Geração Corretora e ao seu diretor responsável Afonso Arno Arnold, respectivamente, as multas de dez e cinco por cento do valor da operação irregular, nos termos previstos no art. 11, § 1.º, II, da Lei 6.385/76. Esses percentuais, a meu ver, são suficientes para punir os acusados e desestimular esse tipo de atuação ilícita no mercado.

CONCLUSÃO

31. Ante o exposto, proponho, com base no art. 11, inciso II, § 1.º, II, da Lei 6.385/76, a aplicação das seguintes penalidades por violação ao artigo 36 do Regulamento Anexo à Resolução CMN Nº 1656/89:

- **Geração Corretora de Valores Ltda.** (atual Geração Participações Ltda.) a pena de multa de R$ 220.401,39, correspondente a 10% da operação irregular[7], valor que deverá ser atualizado até a data do seu efetivo pagamento;
- **Afonso Arno Arnhold,** na qualidade de Diretor responsável pela área de bolsa da Corretora Geração, a pena de multa de R$ 110.200,69, correspondente a 5% da operação irregular, valor que deverá ser atualizado até a data do seu efetivo pagamento.

32. Ademais, proponho absolver os indiciados **Afonso Arno Arnhold**, **Angelo Cesar Cossi**, **Edmundo Valadão Cardoso**, **Francisco Sérgio Quintana da Rosa**, **Joaquim Francisco dos Santos Junior**, **José Antônio Carchedi**, **Maurício Estrougo**, **Milton Luiz Milioni** e **Nelson Alvarenga Filho** da acusação de prática não–eqüitativa, por violação ao item I, definido no item II, *d*, da Instrução CVM Nº 8/79.

É como VOTO.

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

1 Em junho de 1999 a CIBRIUS enviou carta à CVM cientificando-a dessas irregularidades.

2 A oferta da Geração ocorreu no dia 25.11.1997.

3 Decisão Conjunta CVM/SPC Nº 01/96:

"Art. 1º - Facultar a aplicação de recursos das entidades fechadas de previdência privada em ações de emissão de companhias registradas para negociação em bolsas de valores ou em mercado de balcão organizado, de acordo com a regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, mediante negociações privadas."

4 Decisão Conjunta CVM/SPC Nº 01/96:

"Art. 2º - A utilização da faculdade de que trata o art. 1º fica condicionada à observância das seguintes condições:

I – as ações adquiridas pela entidade fechada de previdência privada devem representar, a cada negociação, 10% (dez por cento), no mínimo, do capital com direito a voto da companhia; "

5 " - que se caracterizam como negociações privadas aquelas realizadas diretamente entre os interessados, compradores e vendedores, sem a presença dos intermediários que compõem o sistema de distribuição a que se refere o artigo 15 da Lei nº 6.385/76;

- que a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo valores mobiliários, por si só torna pública a negociação, o que impede a sua realização fora de Bolsa de Valores ou do mercado de balcão;"

6 Esta Resolução trata da organização e do funcionamento das Bolsas de Valores.

7 As operações objeto deste processo consistiram na compra, em 03/12/97, de 395.325 ações ON de emissão da Trafo ao preço unitário de R$ 3,10 (totalizando, portanto, R$ 1.225.507,50). Esse valor total, atualizado até maio de 2006 pelo IPCA (índice utilizado conforme entendimento do Colegiado; vide Processo CVM RJ 2002/1823), corresponde hoje a R$ 2.204.013,96337. Sendo assim, a multa de 10% do valor da operação equivale a R$ 220.401,39. Por sua vez, a multa de 5% do valor da operação equivale a R$ 110.200,69.

Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa na Sessão de Julgamento do dia 11 de julho de 2006.

Com relação à imputação de prática não-eqüitativa, acompanho a proposta feita pelo diretor-relator de absolvição dos acusados, mas divirjo da imputação de realização de operação irregular, isto é, de negociação feita fora do mercado bursátil, por se tratar de valores admitidos para negociação em bolsa, pois entendo que aqui não há, claramente, a violação apontada no voto do relator.

Por outro lado, a situação dos acusados era realmente confusa, ou dificultava a escolha correta do normativo a ser aplicado, uma vez que mais da metade do bloco de ações pertencia aos corretores, sócios ou diretores da corretora. Dessa forma, não posso concluir que houve a intenção de se burlar aquela norma, foi uma escolha aparentemente legítima. Se ocorreu algum erro na escolha do modo de realizar a operação, não o foi com o intuito de se burlar a lei, mas em decorrência da dificuldade que a situação concreta demonstrava.

Por conseguinte, pelas razões expostas, voto pela absolvição dos acusados de todas as imputações que lhes foram feitas.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 11 de julho de 2006.

Exceto no que diz respeito aos valores das multas, que proponho ser de R$ 50.000,00 tanto para a Geração Corretora de Valores Ltda. quanto para o seu diretor Afonso Arno Arnhold, acompanho, na íntegra, os demais itens do voto do diretor-relator.

Investido na condição de presidente da sessão proclamo o resultado do julgamento, informando que o Colegiado desta Comissão deliberou, nesta data, a aplicação de pena individual de multa no valor de R$ 50.000,00 tanto para a Geração Corretora de Valores Ltda. quanto para o seu diretor Afonso Arno Arnhold e absolvição de todos acusados da imputação de prática não-eqüitativa.

Informo, ainda, que os acusados punidos poderão, no prazo legal, interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e a CVM interporá ao mesmo Conselho recurso de ofício no tocante às absolvições ora proferidas.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor e Presidente da Sessão de Julgamento