

**SESSÃO DE JULGAMENTO**  
**DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**  
**CVM Nº RJ2006/3139**

**Acusados:** Marcelo Moojen Epperlein

Universo Online S.A.

**Ementa:** **Responsabilização da Universo Online S.A. e de seu Diretor-Geral por terem se manifestado na mídia durante o prazo da oferta pública de distribuição de ações da referida companhia, em suposta infração ao artigo 48, IV, e 49 da Instrução CVM nº 400/03. Absoluções.**

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no disposto na legislação aplicável, por unanimidade de votos decidiu **absolver** ambos os acusados da imputação que lhes foi formulada.

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

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal Daniel Schiavoni Miller, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Presente o dr. Maurício Negri Paschoal, representante legal dos acusados Marcelo Moojen Epperlein e Universo Online S.A., que não fez uso da palavra.

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

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Relator e Presidente da Sessão de Julgamento

**RELATÓRIO**

Senhores Membros do Colegiado,

**Objeto**

1. Trata-se de Termo de Acusação apresentado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (fls. 247/253) em abril de 2006 visando à responsabilização de Universo Online S.A. ("UOL" ou "Companhia") e seu Diretor-Geral, Marcelo Moojen Epperlein, por terem, segundo a acusação, se manifestado na mídia durante o prazo da oferta pública de distribuição de ações da Companhia, em infração ao art. 48, inciso IV e 49 da Instrução 400/03

**Fatos**

2. Em 19.10.2005, o Banco Merrill Lynch, atuando como instituição líder da distribuição, a Companhia e alguns de seus acionistas, apresentaram à CVM um pedido de registro de oferta pública primária e secundária de ações preferenciais de emissão da UOL, para colocação no Brasil e no exterior ("Oferta" ou "Oferta Pública"). A Oferta foi registrada em 15.12.2005 (fls. 15/19), mesma data em que foi publicado o anúncio de início da distribuição (fls. 20), e encerrou-se em 03.01.2006, com a publicação do anúncio de encerramento (fls. 21).

3. Após a publicação do anúncio de início, foram publicadas na mídia as seguintes notícias: (i) 17.12.2005, Estado de São Paulo ("*Uol estréia com alta na Bovespa*"<sup>1</sup>, "Primeira Notícia", fls. 22); e (ii) em 29.12.2005, na página da própria Companhia ("*Retrospectiva 2005: UOL abre capital e cresce 19% em audiência*"<sup>2</sup>, "Segunda Notícia", fls. 24).

4. Instado pela área técnica, Marcelo Moojen Epperlein esclareceu que teve contato com a imprensa de maneira informal, imediatamente após a abertura do primeiro pregão em que foram negociadas as ações do Uol, em 16.12.2005, sendo certo que as informações publicadas foram transmitidas à imprensa durante entrevista. Destacou,

ainda, que se tratava de fatos e dados previamente divulgados no Prospecto Preliminar e no Prospecto Definitivo da Oferta.

5. Quanto à Segunda Notícia, o Diretor de Relações com Investidores da Uol, por seu turno, afirmou que:

- i. trata-se de informe tradicionalmente veiculado pela Companhia ao final de cada ano, sendo que, neste caso, tal notícia foi divulgada em 29.12.2005, às 17:52;
- ii. cuida-se de uma compilação de notícias sobre produtos lançados pelo Uol em seu *website* ao longo de 2005, que são relidas, selecionadas, resumidas e reunidas, tendo sido acrescentados ainda alguns dados do Ibope. Tal método de compilação é o mesmo usado cotidianamente pelos jornalistas da redação do Uol. Acrescentam que, na mesma época, foram produzidas retrospectivas de outras áreas; e
- iii. a responsável pela aprovação das informações foi a Diretora de Conteúdo da Companhia, cargo não estatutário relacionado ao Diretor-Geral.

### **Termo de Acusação**

6. Em razão de tais fatos, e entendendo presentes indícios de autoria e materialidade suficientes, a SRE apresentou Termo de Acusação contra os indiciados visando a responsabilizá-los pela violação dos arts. 48, IV e 49 da Instrução 400/03.

7. Segundo a acusação o objetivo dos dispositivos legais tidos como violados é impedir a manifestação de pessoas ligadas à oferta que, de alguma maneira, estimulem indevidamente a aquisição de títulos, de forma a que o investidor tome sua decisão de investimento com base não apenas na análise de dados positivos, que são normalmente veiculados pelas empresas, mas também dos negativos.

8. Além disso, ambas as notícias veiculadas violariam as disposições regulamentares, seja porque feitas em período em que tal conduta estava vedada (dois dias após o anúncio de início da distribuição, na Primeira Notícia, e cinco dias antes do anúncio de encerramento da distribuição, na Segunda Notícia), seja porque haveria declarações não divergentes com o prospecto. Assim, a Companhia deveria ser responsabilizada pela divulgação da Segunda Notícia e o indiciado por ambas, levando-se em consideração, neste último caso, a omissão quanto a seus deveres, na qualidade de superior hierárquico da Diretoria encarregada da aprovação do conteúdo do portal UOL.

### **Defesas**

9. Intimados, os indiciados apresentaram defesa conjunta (fls. 267/281) sustentando que sua conduta não provocou nenhum tipo de dano à proteção do público investidor ou ao mercado de capitais, bens tutelados pela Instrução 400/03. As defesas afirmam que:

- i. o preço por ação da oferta foi fixado após a efetivação dos pedidos de reserva no período de reserva, encerrado em 13.12.2005, e a conclusão, em 14.12.2005, do processo de *bookbuilding*. Nesta mesma data, a Oferta e o preço por ação foram aprovados por Reunião do Conselho de Administração;
- ii. houve colocação do lote suplementar, o que foi feito *"diretamente pelos próprios Coordenadores (sem alienação de ações na distribuição pública secundária ou subscrição de ações na distribuição pública primária), com base em ações objeto de contrato de empréstimo de ações, sendo que anteriormente à publicação do anúncio de encerramento da Oferta foi exercida a opção de ações do lote suplementar prevista no artigo 24 da Instrução 400, para que os Coordenadores pudessem devolver aos concedentes do empréstimo de ações as ações que foram originalmente sobre-aloçadas junto ao público"*;
- iii. embora o exercício da opção de ações do lote suplementar tenha ocorrido em 23.12.2006, e a liquidação da opção em 28.12.2006, na prática, dado o procedimento de sobre-alocação acima descrito, as ações foram entregues ao público simultaneamente à entrega das ações da Oferta, diretamente pelos coordenadores, com base em um contrato de empréstimo de ações. *"Em outras palavras, na liquidação da Opção de Ações Suplementares não houve colocação de ações junto ao público"*; e
- iv. a Segunda Notícia, publicada *"um dia após a liquidação da venda das ações suplementares (ou seja, após a conclusão de qualquer pagamento ou entrega de ações em relação à Oferta)"* é de veiculação costumeira, inerente à operação de uma empresa de mídia e internet.

10. Acrescentam, ainda, quanto à interpretação do art. 48, IV, da Instrução 400/03, que:

- i. o dispositivo se equipara ao *quiet period* do direito norte-americano que, tanto lá quanto aqui, não está definido na regulamentação, mas sim por meio de parâmetros de conduta objetivamente verificáveis;
- ii. a finalidade do dispositivo é a de *"evitar que pronunciamentos da emissora, do ofertante ou das instituições intermediárias na mídia gerem uma publicidade indevida da oferta ou do ofertante de valores mobiliários ou tenham o efeito de criar interesse do público em relação a uma distribuição pública ou determinada emissora sem que esta informação conste dos prospectos de distribuição"*;
- iii. não se pode ter uma interpretação *"literal e draconiana"* do dispositivo, o que poderia levar até mesmo a se questionar se, durante o período da vedação, seria possível à Companhia fazer propaganda de seus produtos e serviços;
- iv. assim, deve ser respeitada a finalidade do artigo de *"vedar, tão somente, manifestações na mídia com objetivo de atrair o público investidor, sem alertar para os riscos do investimento descritos no prospecto"*. Adicionalmente, a vedação também pretende *"evitar informações em desacordo com o que a ofertante divulga ao mercado 'oficialmente', por meio do prospecto"*;
- v. mesmo com todo o cuidado, poderá ocorrer que cheguem ao mercado informações por meios diversos do prospecto, e que seria muito difícil à CVM controlar tais situações, daí porque a lógica de que as informações estejam em conformidade com o prospecto;
- vi. *"em linha com a tendência de esclarecer e flexibilizar as normas em relação ao contato com a mídia durante uma oferta, a SEC decidiu recentemente alterar uma série de restrições anteriormente impostas às companhias durante o quiet period"*; e
- vii. a CVM já teria indicado que estaria sendo mais flexível na interpretação e aplicação do texto, como se verificaria da declaração do Diretor Pedro Marcílio de que *"Mais ofertas seriam suspensas se ela [a norma sobre quiet period] fosse aplicada ao pé da letra"*.

11. Quanto à conduta do indiciado Marcelo Moojen Epperlein, salientam, que:

- i. as declarações de Marcelo Moojen Epperlein na Primeira Notícia foram dadas em entrevista após um *"breve discurso"* que foi convidado a fazer no saguão da Bovespa, sem que soubesse da presença da imprensa no local;
- ii. apesar de ter se referido, laconicamente, a uma *"grande mudança no hábito de consumo de mídia da população"*, sua declaração foi publicada de forma mais ampla, no sentido de que o desempenho da Companhia era a *"prova de que há uma grande mudança no hábito de consumo de mídia da população e também no humor dos investidores"*;
- iii. o indiciado não procurou a imprensa (que já na Bovespa), fez apenas um comentário genérico aplicável a todo o setor, constante do prospecto<sup>3</sup>, e que, na verdade, seria uma constatação de algo que já vem ocorrendo há muitos anos, isto é, a uma informação *"de domínio público"* que não teria o condão de levar um investidor a adquirir ações da Uol. Tanto assim que suas declarações foram corroboradas por executivos de outras companhias do setor e pelo próprio Presidente da Bovespa, que lá estavam, como pode ser comprovado pela mesma reportagem;
- iv. a menção à melhora no *"humor dos investidores"* não teria partido do indiciado, mas ainda que tivesse sido, isso não seria motivo para puni-lo, pois seria um dado de conhecimento público e notório (verificável pelos indicadores positivos veiculados na mídia) e não relativo à oferta ou ao ofertante, como exigido pelo art. 48; e
- v. quando entrevistado oficialmente pela mídia, o indiciado negou-se a falar, com fundamento no período de silêncio, conforme notícia publicada no *site* da Companhia em 16.12.2006.

12. Finalmente, quanto à Segunda Notícia, os indiciados acrescentam que:

- i. além de tradicional, a notícia foi publicada em linguagem informal e jornalística, acessível aos grupos habituados a lê-la, e não apenas ao público investidor;
- ii. embora vinculada à Diretoria-Geral, a Diretoria de Conteúdo tem total autonomia editorial, não estando sujeito à análise cotidiana pelo superior hierárquico;

- iii. as discrepâncias entre a Segunda Notícia e o conteúdo do prospecto atestariam tal independência funcional, bem como o caráter jornalístico da matéria, e não de propaganda de cunho institucional, sendo que os equívocos teriam sido prontamente corrigidos;
- iv. tratou-se, também, de informação veiculada *"após a liquidação da venda/subscrição tanto das ações originalmente contempladas pela oferta quanto daquelas correspondentes ao lote suplementar, do pagamento do preço do exercício da opção do lote suplementar, da entrega de tais ações aos Coordenadores e da devolução das ações objeto de empréstimo de ações"*; e
- v. o Anúncio de Encerramento era apenas uma etapa informativa e burocrática (dado que o preço já estava formado no *bookbuilding* e não havia possibilidade de aquisição de ações na Oferta) cuja publicação só foi posterior à Segunda Notícia por causa das festividades de final de ano. Tal atraso, entretanto, teria sido provocado pela independência funcional da Diretoria Financeira e de Relações com Investidores, poderia ter ocorrido em qualquer empresa e não causou danos aos investidores ou ao mercado.

13. Os indiciados protestaram pela apresentação de proposta de Termo de Compromisso que, entretanto, não foi encaminhada.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

### **VOTO**

Senhores Membros do Colegiado,

#### **Objeto**

1. Como se viu do Relatório, o caso trata da suposta infração da regra dos arts. 48, IV e 49 da Instrução 400/03, no curso de distribuição pública de ações de Universo Online S.A. ("Companhia"). Tais normas assim dispõem:

"Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 358, de 2002:

*...omissis*

IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição; e

*...omissis...*

Art. 49. Para todos os efeitos do art. 48, a emissora, o ofertante e as Instituições Intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no Prospecto, devendo encaminhar tais documentos e informações à CVM, na forma do art. 50."

2. No caso concreto, o Termo de Acusação entende que por duas vezes houve violação do art. 48, IV, da Instrução 400/03: em uma entrevista concedida pelo segundo acusado, Diretor-Geral da emissora de valores mobiliários, imediatamente após a cerimônia de início de negociação das ações da companhia, e publicada no jornal O Estado de São Paulo em 17.12.2005 ("Primeira Notícia"); e em uma retrospectiva anual sobre a companhia que foi incluída no portal do próprio UOL a partir de 29.12.2005 ("Segunda Notícia").
3. Como algumas das informações veiculadas nas notícias estariam em desacordo com as informações veiculadas no Prospecto da distribuição pública que estava em curso naquele momento, o Termo de Acusação também considera ter havido violação da norma do art. 49 da Instrução 400/03.

## Verificação da ocorrência da violação

4. Em primeiro lugar cumpre verificar se o conteúdo das notícias realmente constitui violação, em tese, das normas regulamentares citadas, para depois, se for o caso, examinar-se a ocorrência de ato culposo ou doloso da companhia e de seu diretor.

### A Primeira Notícia e suas três partes

5. No que se refere à Primeira Notícia, seu teor, no que interessa a este processo, é o seguinte:

"O Presidente do UOL, Luís Frias, não fez comentários sobre o lançamento. Já o diretor-geral da companhia, Marcelo Epperlein, disse acreditar que o desempenho é prova de que há uma grande mudança no hábito de consumo de mídia na população e também no humor dos investidores. O UOL apóia boa parte da sua perspectiva de crescimento na expansão dos gastos de publicidade com a mídia online. Segundo Epperlein, o Brasil ainda oferece uma grande perspectiva de avanço nesta área, dado que o percentual sobre o investimento publicitário total no País é pequeno." (cf. fls. 24)

6. A esse trecho seguem-se declarações de diretores de outras duas empresas (uma delas claramente concorrente da Companhia) sobre as perspectivas de crescimento do mercado de internet e do setor de tecnologia na Bolsa de Valores, encerrando-se a matéria com uma declaração do Presidente da Bovespa sobre a possibilidade de acesso ao mercado de capitais por novas empresas do setor.

Primeira parte: que desempenho?

7. Há um ponto fundamental, e preliminar, a esclarecer, quanto à extensão da primeira declaração que a ele se atribui, em suas duas partes (relativas ao hábito de consumo e ao humor dos investidores): o que poderia vincular tal declaração à oferta ou à própria Companhia seria a referência a um certo desempenho. Diz a matéria: "*o desempenho é prova de que há uma grande mudança no hábito de consumo de mídia na população e também no humor dos investidores*". A que desempenho referia-se a matéria (e portanto supostamente o acusado)?
8. O primeiro parágrafo da Primeira Notícia (que antecede imediatamente às declarações do acusado) descreve a valorização das ações no primeiro dia de negociação, e refere-se a "comentários do mercado" segundo os quais a "*demanda pelos papéis ficou entre 13 e 18 vezes mais do que a quantidade oferecida*".
9. A declaração do segundo acusado não poderia, evidentemente, dizer respeito à alta no primeiro dia de negociação, pois foi dada imediatamente antes do início daquela negociação. Logo, sendo verdadeira a notícia, a declaração somente poderia referir-se ao desempenho na distribuição pública, isto é, ao alegado excesso de demanda verificado.
10. A manchete da Primeira Notícia, no entanto, é "UOL estréia com alta na Bovespa", e boa parte do primeiro parágrafo da matéria diz respeito exatamente ao desempenho das ações no primeiro dia de negociações.
11. Além disto, não me parece crível que tendo declarado, segundo notícia publicada no próprio portal UOL no próprio dia 16 de dezembro (fls. 293), que não se manifestaria sobre a oferta por conta da vedação da Instrução 400/03, o segundo acusado fosse conceder a terceiros entrevista em que comentasse as causas do suposto excesso de demanda.
12. Assim, me parece perfeitamente crível a versão da defesa, de que o acusado, ciente da restrição regulamentar, teria feito exclusivamente declarações gerais sobre o mercado de Internet, e nesse contexto deveria ser interpretada a declaração de que "há uma grande mudança no hábito de consumo de mídia na população". Uma declaração desse tipo — concedendo ao acusado o benefício da dúvida — não me parece violar a norma do art. 48, IV, da Instrução 400/03.

Segunda parte: humor dos investidores

13. Contudo, na mesma frase o segundo acusado teria feito referência também ao "humor dos investidores". A defesa, quando a este ponto, nega a declaração, afirmando que "*ela nunca foi feita*", e que ela lhe foi "*erroneamente atribuída pelo jornal*" (cf. fls. 276).
14. De fato, considerando: (i) que a matéria não esclarece que "desempenho" estaria sendo comentado pelo

acusado; (ii) que a declaração não está entre aspas, e (iii) que se trataria de comentário geral, e não sobre a companhia ou a oferta (e além disto sobre fato notório, pois se estava ao final de 2005, quando a liquidez internacional e as ofertas no Brasil estavam próximas de seu ápice no período dos últimos 3 anos), me parece, ainda outra vez, que se deva conceder ao acusado o benefício da dúvida, não se considerando tal declaração, se ocorreu, como vinculada à oferta ou à Companhia.

Terceira parte: o mercado publicitário online

15. Por fim, quanto à Primeira Notícia, a terceira declaração atribuída ao indiciado é a de que " *o Brasil ainda oferece uma grande perspectiva de avanço nesta área, dado que o percentual sobre o investimento publicitário total no País é pequeno*". Essa declaração vem em seguida à afirmação, pelo próprio jornal, de que " *O UOL apóia boa parte da sua perspectiva de crescimento na expansão dos gastos de publicidade com a mídia online.*" — o que é verdade, e constava do prospecto.
16. Entenda-se: a matéria não atribui ao acusado a declaração de que o crescimento do UOL depende em grande parte da expansão dos gastos em publicidade na mídia *on line*. Uma tal afirmação, apesar de em conformidade com o prospecto, e podendo até mesmo ser considerada como um alerta sobre os riscos da empresa não crescer se não houver crescimento dos gastos em publicidade, violaria, ao menos em tese, a norma do art. 48, IV da Instrução 400/03. Mas, insista-se, tal declaração não foi atribuída ao acusado. A ele se atribuiu a frase " *o Brasil ainda oferece uma grande perspectiva de avanço nesta área, dado que o percentual sobre o investimento publicitário total no País é pequeno*".
17. O inciso IV do art. 48 veda declarações à mídia " *sobre a oferta ou o ofertante*". Poder-se-ia dizer que, ao se manifestar sobre o mercado e suas perspectivas, o acusado, dada a situação da entrevista, logo após a cerimônia de início de negociação, não poderia ignorar que tal declaração seria vinculada à ofertante. Mas, novamente aqui, parece-me que se estaria acusando o diretor da Companhia com base em uma interpretação que, na dúvida, o desfavorecesse, o que contraria o " *in dubio pro reu*" que caracteriza os processos sancionadores em geral.
18. Portanto, em relação à Primeira Notícia, parece-me que não ficou configurada infração ao art. 48, IV, da Instrução 400/03. Também quanto a essa primeira matéria, não me parece que tenha havido desconformidade entre o conteúdo das declarações e as informações constantes do prospecto, sendo inaplicável o art. 49 da Instrução 400/03.

### **A Segunda Notícia**

19. Já no que se refere ao conteúdo da Segunda Notícia, veiculada como retrospectiva do ano no próprio portal da Companhia, entende o Termo de Acusação que seu conteúdo, além de referir-se expressamente à ofertante, contém dados que estão em discrepância com o prospecto ou nele não estão contidos.
20. Com efeito, a Segunda Notícia informava que:

"O UOL chega ao final de 2005 com motivos de sobra para comemorar. No dia 16 de dezembro, o principal portal da Internet abriu seu capital e passou a ter suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, a maior da América Latina. Registrou, ainda, um crescimento de gente grande: dados do Ibope apontam alta de 19% na audiência em novembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Segundo a medição do Ibope, em novembro de 2004, passaram pelo UOL 6 milhões e 845 mil visitantes únicos residenciais. Em novembro deste ano, foram 8 milhões e 151 mil. Esses números não levam em conta o universo de internautas em escritórios, lan houses, universidades.

O UOL pretende, com a captação de mais de R\$ 500 milhões conseguida na Bolsa, ampliar ainda mais seus investimentos em tecnologia, preparando-se para novos saltos em suas diferentes áreas de atuação e garantir o melhor conteúdo da Internet em língua portuguesa." (fls. 24/25)
21. Quanto a esses temas, o Termo da Acusação entende que:
  - i. a informação de que o UOL é o principal portal da internet consta do prospecto definitivo, na sua página 33 (fls. 58);
  - ii. consta do prospecto definitivo tabela dispondo sobre os principais dados operacionais da Companhia, dentre eles, variação percentual de páginas vistas pela medição do Ibope, não

trazendo a informação da Retrospectiva de que dados do Ibope apontam alta de 19% na audiência de novembro;

- iii. analisando-se a seção Destinação dos Recursos do prospecto definitivo, nota-se que 10% dos recursos a serem apurados na oferta estão voltados para atualização do parque tecnológico, 10% para aquisição e desenvolvimento de novas tecnologias e 80% para reforço de caixa. Assim, a informação divulgada na Retrospectiva de que "com a captação de mais de R\$ 500 milhões conseguida na Bolsa, pretende o UOL ampliar ainda mais seus investimentos em tecnologia" é, no mínimo, incompleta e incorreta, podendo induzir o investidor a erro, já que somente se destinava à oferta primária de ações um montante de até R\$ 322.972.416,00 e, desse valor, a maior parte destinava-se a objetivo diverso do exposto; e
- iv. não consta do prospecto definitivo a informação sobre o número de novos parceiros de conteúdo, conforme descrito na retrospectiva." (fls. 248)

2. Realmente, no que se refere à Segunda Notícia, parece-me clara a violação, em tese, dos arts. 48, IV e 49, da Instrução 400/03. A própria ofertante, antes de publicado o anúncio de encerramento da oferta, tornou públicos, através de seu portal na Internet, dados relativos à ofertante, e ademais em desacordo (ao menos no que se refere à precisão desejável) ou em adição àqueles constantes do prospecto.
3. Alega a defesa que a linguagem jornalística utilizada no Portal permitiria certas simplificações, mas, *data venia*, isso não é verdade. Exatamente porque se sabe que as simplificações são necessárias na linguagem jornalística, e por considerar-se que simplificações são perigosas para o investidor tomar sua decisão de investimento, é que se veda a manifestação na mídia durante a oferta.
4. Em outras palavras: porque se sabe que as notícias não serão capazes de informar todos os detalhes de uma oferta de um emissor, no que se refere aos riscos do investimento, e para evitar que apenas aspectos positivos, ou informações imprecisas, sejam levadas em consideração pelo investidor na tomada de sua decisão de investimento, veda-se preventivamente a manifestação pela mídia, a fim de que os investidores sejam induzidos à leitura do prospecto.
5. Pode-se discutir a eficiência teórica desse modelo, mundialmente adotado notadamente em ofertas públicas iniciais, como era o caso do UOL. Mas não se pode negar, no caso concreto, que o conteúdo da Segunda Notícia infringe as regras dos arts. 48, IV, e 49 da Instrução 400/03.
6. A defesa também alega, e comprova (fls. 300), que a Segunda Notícia foi retificada e corrigida tão logo se percebeu a ocorrência das falhas dela constantes. Tal fato, apesar de teoricamente relevante para a fixação da pena (embora a retificação já se tenha dado depois de encerrada a oferta), é irrelevante para a verificação do ilícito.

#### **Aspecto subjetivo da imputação quanto à Segunda Notícia**

7. O Termo de acusação imputa tanto à Companhia quanto ao seu diretor geral a responsabilidade pela segunda notícia, veiculada, como visto, no próprio Portal do UOL. Quanto ao diretor geral, afirma que a responsabilidade decorre de "*atuação omissiva, eis que, dentro do poder/dever de fiscalização e diligência e na forma do Estatuto Social, em seu art. 19, § 5º, cabe ao Diretor-Geral a direção das áreas operacional, comercial e de marketing da Companhia*" (fls. 252).
8. A defesa, por sua vez, afirma que a responsabilidade pelo conteúdo do Portal é da Diretoria de Conteúdo, que apesar de "*formalmente vinculada à Diretoria Geral*", tem "*total autonomia editorial*" (fls. 278).
9. O argumento é relevante, em se tratando de empresa de mídia eletrônica, mas não me parece suficiente para afastar a responsabilidade teórica do Diretor Geral. Com efeito, ainda que o UOL não se trate de empresa jornalística, não se estaria evidentemente questionando a possibilidade (e mesmo o dever) de noticiar-se qualquer fato jornalístico, qualquer que fosse seu impacto sobre a oferta. Nesse caso caberia à Companhia pronunciar-se pelos meios próprios (aviso de fato relevante), como está inclusive expressamente ressaltado pelo *caput* do art. 48 da Instrução 400/03.
10. No caso concreto, entretanto, tratava-se de material de divulgação de um resumo das atividades da própria Companhia no ano, e caberia ao Diretor Geral ter alertado o Diretor de Conteúdo (não estatutário) para o dever de abster-se de comentários sobre a oferta, ainda mais em desacordo com o

prospecto.

11. Assim, parece-me que foi correta a imputação quanto à Segunda Notícia, também sob o ponto de vista subjetivo.

### **Inexistência de ofensa ao bem jurídico tutelado**

12. Alega a defesa, ainda, que no caso da Segunda Notícia a oferta já estava encerrada de fato, embora ainda não de direito, e por isto não teria ocorrido ofensa ao bem jurídico tutelado pela norma. Com efeito, o documento de fls. 287/288 prova que o líder da distribuição pública exerceu integralmente a opção de aquisição de lote suplementar em 23 de dezembro de 2005, liquidada financeiramente em 28 de dezembro, portanto antes da veiculação da Segunda Notícia, em 29 de dezembro de 2005.
13. Sustenta, assim, a defesa, que embora o anúncio de encerramento da distribuição somente tenha sido publicado, por razões burocráticas, em 03 de janeiro de 2006, a oferta estava materialmente encerrada em 28 de dezembro, antes da veiculação da Segunda Notícia.
14. O argumento é relevante, a meu sentir, pois o bem jurídico tutelado pelas normas do art. 48, IV e 49, da Instrução 400/03, é indubitavelmente a decisão de investimento no curso da oferta. Qualquer outra falha informacional, ao longo da vida de uma companhia aberta, segue as normas gerais relativas à qualidade e à presteza na prestação de informações. Mas as regras específicas, e mais severas, da Instrução 400/03, somente incidem durante o período de esforço extraordinário de venda que caracteriza a oferta pública.
15. Assim, considero que, no caso concreto, embora a Segunda Notícia, em tese, constituísse violação à Instrução 400/03, a defesa logrou demonstrar que a oferta já estava encerrada quando da veiculação daquela notícia.

### **Conclusão**

16. Parece-me que a atuação da SRE neste caso, e em outros em que interrompeu ofertas quando houve violação da Instrução 400/03, foi exemplar. As regras que regulam o mercado de capitais podem ser objeto de permanente atualização, mas seu cumprimento deve ser buscado com grande intensidade pelo órgão do regulador, em prol de um ambiente que permita ao investidor obter a segurança sem a qual não contribuirá, com sua poupança, para o crescimento do país.
17. Às áreas técnicas da CVM cumpre, por isso, fazer incidir as normas com adequação, mas com rigor — respeitando-se, é claro, critérios de prioridade e relevância dos efeitos para o mercado de capitais. Ao Colegiado, como juiz administrativo, compete examinar as defesas apresentadas e verificar se, nos casos concretos, as condutas são puníveis.
18. Neste caso, pelas razões expostas ao longo deste voto, entendo que, embora a Primeira Notícia constituísse forte indício de violação da Instrução 400/03, o exame detalhado de seu conteúdo não permite concluir pela ocorrência de tal violação. Quanto à Segunda Notícia, embora seu conteúdo constituísse clara hipótese de violação da Instrução 400/03, parece-me que a oferta já estava de fato encerrada, desaparecendo, então, o pressuposto de fato para a incidência da norma.
19. Por estas razões voto pela absolvição dos acusados.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

*1 "O presidente do UOL, Luís Frias, não fez comentários sobre o lançamento. Já o diretor-geral da companhia, Marcelo Epperlein, disse acreditar que o desempenho é prova de que há uma grande mudança no hábito de consumo de mídia da população e também no humor dos investidores. O UOL apóia boa parte de sua perspectiva de crescimento na expansão com os gastos de publicidade da mídia online. Segundo Epperlein, o Brasil ainda oferece uma grande perspectiva de avanço nesta área, dado que o percentual sobre o investimento publicitário total no País ainda é pequeno."*

*2 "O Uol chega no final de 2005 com motivos de sobra para comemorar. No dia 16 de dezembro, o principal portal da Internet abriu seu capital e passou a ter suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, a maior da América Latina. Registrou, ainda, um crescimento de gente grande: dados do Ibope apontam alta de 19% na audiência em novembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. (...) O Uol pretende, com a captação de mais de R\$ 500 milhões conseguida na Bolsa, ampliar ainda mais seus investimentos em tecnologia, preparando-se para novos saltos em suas diferentes áreas de atuação e garantir o melhor conteúdo da Internet em língua portuguesa. (...) Com a missão de se manter o melhor conteúdo da Internet em língua portuguesa, o Uol teve um ano agitado. O portal fechou contrato com 53 novos*



*parceiros de conteúdo, das mais variadas áreas. Investiu em conteúdo de banda larga, com transmissões ao vivo pela TV dos principais fatos do país e do mundo. Criou e remodelou estações, para atender à demanda dos leitores e se renovar. Aumentou a cobertura de esportes e jogos, com mais interatividade e inovações, como os novos placares de esportes e as vídeo análises na sua grade de atualização, contratou jornalistas de renome para blogar para e com os internautas. As inovações atingiram também a área de publicidade. 2005 foi o ano em que o Uol democratizou a publicidade na internet. O Uol Links Patrocinados, serviço de publicidade online do Uol, passou a permitir a qualquer empresa ou profissional liberar anunciar na Internet com apenas R\$ 5,00 por mês, com formatos e sistemas inéditos mundialmente. Lançado em 1996, o Uol vem mantendo a posição líder entre os portais da Internet de língua portuguesa, com um rol único de serviços na Internet brasileira. Desde a fundação, o portal apostou num conteúdo de alta relevância e adequado às necessidades do usuário, nunca deixando de oferecer informações e entretenimento de qualidade, apostando também em canais e comunicação e ferramentas de comunidade para internautas. O ano ainda não acabou e o Uol já está preparando os novos conteúdos, produtos e serviços para 2006, ano em que o portal completará 10 anos de existência. O internauta pode se preparar, porque muitas novidades virão por aí"*

3 cf. "Visão geral do setor no Brasil" e "Análise e Discussão da Administração sobre a Situação Financeira e o Resultado Operacional" (fls. 92 e 79 dos autos, respectivamente).

**Voto proferido pelo diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 25 de setembro de 2006.**

Eu acompanho o seu voto, senhor presidente.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

**Voto proferido pela diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do dia 25 de setembro de 2006.**

Eu também acompanho o seu voto, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora

**Voto proferido pelo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa na Sessão de Julgamento do dia 25 de setembro de 2006.**

01. Eu acompanho o voto do relator e gostaria de chamar atenção da diferença da exigência probatória exigida para a condenação de um indiciado e a suspensão de uma oferta pública, com relação ao descumprimento do art. 48, IV da Instrução 400/03.

02. Com relação ao processo sancionador, as normas jurídicas privilegiam as garantias do acusado, exigindo caracterização precisa da infração, bem como a existência de provas suficientes de autoria e materialidade. Na ausência de qualquer desses elementos, absolve-se o indiciado, pois, na dúvida, prevalece o interesse do indiciado. Isso foi bem descrito pelo relator quando da análise do primeiro dos fatos que caracterizariam infração ao art. 48, IV.

03. Situação distinta se dá quando se decide suspender temporariamente uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por infração ao art. 48, IV da Instrução 400/03. Neste caso, o interesse tutelado prevalecente é o dos investidores. Busca-se permitir a decisão de investimento livre de informações tendenciosas. O objetivo da suspensão, tão somente, separar, temporalmente, a decisão de investimento da informação inadequada. Não se trata de punição, embora a suspensão traga inconvenientes para os afetados, pois a oferta é retomada em até 30 dias da cessação da prática que violaria o art. 48, IV. O nível probatório aqui, portanto, é diminuto.

04. Por esses motivos, deve ser comum que ofertas sejam suspensas sem que processos sancionadores sejam instaurados ou sem que os processos sancionadores instaurados não resultem em condenação.

É o voto.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor