

SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº SP2005/0155

Acusados: André Roberto Jakurski
Arlindo Raggio Vergaças Junior
Bônus-Banval CCTVM Ltda.
Celso Pedro Senise Junior
Credit Suisse Brasil DTVM S/A
Credit Suisse First Boston S/A CTVM
Fernando Antonio Botelho Prado
Guilherme Mexias Ache
Gustavo Henrique Nunes Guedes
JGP Nextar Fund.
JGP S/A
Jorge Ribeiro dos Santos
Paulo Roberto Nunes Guedes
Roberto Estefano
São Paulo Corretora de Valores Ltda.
Ventura Capital LLC.

Ementa: **É vedada, como prática não eqüitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato, ou fato relevante, antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.**

Imputação de uso de informação privilegiada: advertências e absolvições.

Não divulgação de fato relevante: multa.

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

1) Preliminarmente, rejeitar as alegações argüidas pela defesa de prescrição do processo, prejuízo à defesa e irregularidades na apresentação do Termo de Acusação.

2) Por maioria de votos, vencidos os diretores Eli Loria e Marcos Barbosa Pinto, aplicar a pena de **advertência** aos acusados **Guilherme Mexias Aché, JGP Nextar Fund e Gustavo Henrique Nunes Guedes** pela utilização de informação privilegiada prevista no art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 09/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução ;

3) Por maioria de votos, vencido o diretor Eli Loria, aplicar a **pena de multa pecuniária** no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ao acusado **Roberto Estefano** pela infração ao disposto no parágrafo 1º, art. 155 e parágrafo 4º do art.

157, ambos da Lei nº 6.404/76 e o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 31/84;

4) **Absolver** os demais acusados de todas as imputações que lhes foram feitas.

5) O Colegiado determinou, por fim, o encaminhamento dos autos do presente processo à Procuradoria Federal Especializada da CVM para que avalie a necessidade de comunicação da presente decisão ao Banco Central do Brasil, à Secretaria da Receita Federal e ao Ministério Público.

Os acusados terão um prazo de 30 (trinta) 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 nº 454/77.

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

Presentes os advogados *Marcelo Fonseca*, representando a Credit Suisse Brasil DTVM S/A, a Credit Suisse First Boston S/A CTVM e Fernando Antonio Botelho Prado; *Leslie Amendolara*, representando a Bônus-Banval Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Celso Pedro Senise Junior; José Anchieta da Silva, representante do acusado Roberto Estefano e *Elaine de Paula Palmer*, representando os acusados André Roberto Jakurski, Arlindo Raggio Vergaças Junior, Ghilherme Mexias Ache, Gustavo Henrique Nunes Guedes, JGP Nextar Fund., JGP S/A, Paulo Roberto Nunes Guedes e Ventura Capital LLC.

Presente a procuradora Luciana de Pontes Saraiva, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, relator, Durval José Soledade Santos, Marcos Barbosa Pinto e Sergio Weguelin, que, na ausência da presidente da CVM, presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 21 de agosto de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

Sergio Weguelin

Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

1. Trata-se de Termo de Acusação apresentado, em 01/07/05, pelo Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários e acostado às fls. 1014/1031.
2. Em 20/04/06, foi apresentada proposta de Termo de Compromisso pela São Paulo Corretora de Valores Ltda e por Jorge Ribeiro dos Santos (fls. 1499/1501), aditada em 12/05/06, efetuando-se a substituição dos termos anteriormente apresentados pela minuta constante à fls. 1504/1509.
3. Ouvida a Procuradoria Federal Especializada (fls. 1511/1513), a proposta do Termo de Compromisso foi apreciada em Reunião do Colegiado de 03/10/06 (fls. 1524/1525) e aceita, estabelecendo-se o prazo de 30 dias para a assinatura do Termo e indicando-se a Superintendência Administrativo-Financeira – SAD como área responsável por verificar o cumprimento das obrigações assumidas, que, em despacho de 30/04/07, atestou, às fls. 1545 dos autos, o cumprimento das obrigações pactuadas no Termo de Compromisso (fls. 1533/1535) pela São Paulo C.V. Ltda e por Jorge Ribeiro dos Santos, segundo documentação anexa às fls. 1540/1544.
4. Em reunião realizada em 08/05/07 (fls. 1548/1549), o Colegiado da CVM determinou o arquivamento do processo em relação aos compromitentes, considerando cumprido o termo de compromisso.

Da origem

5. A Gerência de Acompanhamento do Mercado – 2 (GMA-2), em 30/07/99, em Relatório de Análise nº 67/99, acostado às fls. 02/03, verificando uma oscilação na cotação das ações CAMBUCI PN de 334,7% durante o mês de junho de 1999 e cujas operações representaram, no primeiro semestre de 1999, uma movimentação de 17,9% do capital preferencial da empresa, solicitou à BOVESPA a relação dos negócios com essas ações. Segundo análise da GMA-2, haveria indícios de manipulação de preços nas negociações (seguidas operações

de compra) realizadas pelos investidores Guilherme Mexias Aché, analista da JGP S/A, e pela JGP Nextar Fund, administrado pelo Banco Pactual.

6. Tendo em vista que a GMA-2 não havia identificado um relacionamento que levasse ao entendimento de formação de grupo, a Gerência de Análise de Negócios (GMN) solicitou inspeção (SOI nº 24/99) para examinar: (a) o relacionamento entre a JGP S/A, o Banco Pactual S/A e o JGP Nextar Fund; (b) a fundamentação para a aquisição do papel pela JGP Nextar Fund; e, (c) a identificação do responsável pelas operações dos comitentes Guilherme Aché e JGP Nextar.
7. Foi elaborado o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2 nº6/2001 (fls. 13/46) decorrente da inspeção realizada, de forma intermitente, no período de 12/07/00 a 21/12/01.

Da informação privilegiada

8. O Sr. Guilherme Mexias Aché realizou visita à empresa CAMBUCI nos primeiros dias de fevereiro de 1999, tendo em vista que esse Analista elaborou Relatório trazendo como informação de data a expressão "Fevereiro de 1999". Conforme mencionado na correspondência do Sr. Gustavo Guedes, a decisão de compra das ações CAMBUCI PN pelo JGP Nextar Fund teve respaldo no relatório de visita (fls. 111/113) do Sr. Guilherme Mexias Aché, não havendo restrições a que este analista pudesse atuar também como investidor (fls. 20).
9. No entanto, o aspecto determinante para uma recomendação favorável de investimento no papel, e que não era de domínio público, foi o conhecimento das tratativas da empresa para a negociação do alongamento de sua dívida com um banco privado estrangeiro, o Banco Barclays (fls. 113).
10. No tocante à divulgação da existência do financiamento em tela, a primeira referência pública da empresa sobre o Programa é encontrada em suas Informações Trimestrais (fls. 1006 e 1007), relativas ao segundo trimestre de 1999, divulgadas após o mês de junho de 1999.
11. O Relatório de Inspeção destaca que a relevância das informações obtidas pelo Sr. Guilherme Mexias Aché na referida visita à empresa estaria centrada no grau de detalhamento dos dados obtidos, constando de seu Relatório de Análise a indicação de que o repactuação da dívida seria certo, o que justificaria a compra dos papéis da CAMBUCI. O Sr. Guilherme Mexias Aché, por seu turno, declarou que na ocasião de sua visita à empresa havia apenas sido "... informado a respeito de um provável início de negociações, por parte da CAMBUCI, relativas a um possível alongamento de parte da dívida em dólares, conforme registrado no relatório de visita, não me tendo sido passada qualquer informação mais detalhada sobre a operação...".
12. Foi entendido que os outros motivos expostos no Relatório de Visita do Sr. Guilherme Mexias Aché, que não a negociação de financiamento, como recuperação de vendas e investimento em melhoria de produtividade, podiam ser racionalmente inferidos por analistas de mercado. O único fator que não era de domínio público e que poderia "*melhorar a cotação da CAMBUCI em Bolsa*" relacionava-se ao alongamento do perfil de endividamento.
13. O REI considera ainda que o grau de convicção de que o refinanciamento seria concretizado, levou o próprio analista a investir parcela expressiva de seus recursos na aquisição de lote do papel, mantendo-o em carteira por período de quase oito meses, na expectativa de sua valorização, em função do mencionado refinanciamento. Esta postura não se harmonizaria com suas operações na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 1999 a 2001, que se caracterizaram pelo giro rápido de posições.

Da análise das operações

14. A Inspeção ampliou o período de análise das operações, solicitando à BOVESPA o complemento da relação de operações efetuadas com CAMBUCI PN (fls. 115/124). A evolução dessas operações tem a cronologia abaixo observada.
15. No período anterior às negociações pelo Sr. Aché e pelo JGP Nextar, entre 17/08 e 30/12/98, ocorreram diversas operações de compra em nome da Banval CCTVM Ltda. (filial à Bolsa de Valores de Santos) por conta dos comitentes Roberto Estefano, Eduardo Estefano Filho (irmãos e, respectivamente, diretor presidente e diretor superintendente da CAMBUCI S/A) e Maria Calderan Estefano (esposa do Sr. Eduardo Estefano). Note-se que a Banval teve seus negócios efetuados por conta de terceiros – as Corretoras Isoldi e São Paulo CV Ltda.
16. Destaca-se nessas operações é que, na realizada no dia 26/10/98, o Sr. Eduardo Estefano utilizou recursos da CAMBUCI S/A para proceder à liquidação da compra de 300.000 ações CAMBUCI PN, bem como que, na

realizada no dia 30/12/98, o mesmo solicitou à Corretora Banval que o produto da operação de venda de 1.250.000 ações CAMBUCI PN, fosse depositado em favor daquela empresa. Tal fato, segundo o REI (fls. 23) contrariaria o disposto no § 1º do art. 16 da Lei nº 9.311/96.

17. A compra do primeiro lote de ações CAMBUCI PN no período principal considerado, deu-se no pregão de 09/02/99. O lote de 6.220.000 ações CAMBUCI PN adquirido pela CSFB Garantia DTVM, no valor de R\$108.787,80, foi posteriormente repassado para o analista, Sr. Guilherme Mexias Aché, e para o investidor JGP Nextar Fund, respectivamente em 19/04/99 e 07/05/99, tendo a instituição realizado um prejuízo de R\$21.707,00.
18. O Sr. Guilherme Mexias Aché, atuando pela Corretora Finasa, adquiriu, em 19/04/99, lote de 1.340.000 ações CAMBUCI PN, no valor de R\$18.760,00, tendo como contraparte a CSFB Garantia DTVM.
19. Após esta operação, no período compreendido entre 19/04 e 11/06/99, realizou compras adicionais do papel totalizando um lote de 2.130.000 ações. Alienou toda sua posição acionária no período de 09/02/00 a 06/09/01 auferindo lucro total de R\$ 39.694,90.
20. Em 07/05/99, por meio de operação direta, o JGP Nextar Fund adquiriu da CSFB Garantia DTVM (que atuava pelo CSFB Garantia Ltd.) o saldo remanescente do lote de 4.880.000 ações CAMBUCI PN, no valor de R\$68.320,00. Após esta operação, o investidor estrangeiro comprou outras ações da mesma empresa, perfazendo um total de 13.940.000 ações CAMBUCI PN, em um período de grande oscilação de preços (entre R\$ 14,00 e R\$ 59,99/ 1.000 ações).
21. Juntamente com JGP Nextar Fund, Roberto Estefano e Eduardo Estefano iniciaram uma série de operações de compra de CAMBUCI PN, sendo a primeira delas em 20/08/99 (fls. 119). Nessa transação, intermediada pela Corretora São Paulo, constam ordens de compra seqüenciais, do Sr. Eduardo Estefano e do JGP Nextar Fund.
22. Em 29/12/99, em negócio direto intermediado pela CSFB Garantia CTVM, o JGP Nextar Fund se desfez, de uma só vez, ao preço de R\$ 61,00/ 1.000 ações, de toda a posição acumulada de CAMBUCI PN, no valor de R\$850.340,00.
23. O comitente comprador deste lote foi o investidor Ventura Capital LCC, passageiro da mesma conta coletiva de que o JGP Nextar Fund também é passageiro – conta coletiva do CSFB Bahamas Ltd., administrada pelo Banco de Investimentos CSFB Garantia S/A.
24. O lucro obtido pelo JGP Nextar Fund foi de R\$592.886,80 e a liquidação financeira dessa operação foi feita através do fechamento de contrato de câmbio por parte do Ventura Capital LCC e o produto das vendas do JGP Nextar Fund, perfazendo um total de R\$ 11.642.237,07, englobando outros papéis além das CAMBUCI PN, foi igualmente transferido pela CSFB Garantia DTVM para o Banco de Investimentos CSFB Garantia S/A.
25. Ressalte-se que houve uma alteração nos preços do lote de mil ações que variou de R\$ 14,00, em 19/04/99 para R\$ 61,00, em 29/12/99.

Do relacionamento dos envolvidos

26. A acusação apontou o seguinte relacionamento entre os envolvidos.
27. O Sr. José Mário Caldas Osório, diretor executivo do Banco Pactual, informou não haver qualquer relacionamento do Banco com a empresa JGP S/A. Quanto ao JGP Nextar Fund, informou que se trata de passageiro de uma conta coletiva administrada pelo Banco (fls.47), bem como que não foram concedidos poderes discricionários à instituição financeira para a gestão da carteira do fundo. Aduziu que o JGP Nextar Fund também era passageiro de uma conta coletiva administrada pelo Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia S/A, conforme documento acostado às fls. 49/50.
28. O Sr. Gustavo Guedes esclareceu que a gestão do JGP Nextar Fund estava a cargo de seus diretores, que são os mesmos diretores da JGP S/A, os Srs. Paulo Guedes, André Jakurski, Arlindo Rággio e Gustavo Guedes (fls. 53/67), observando-se que todos tinham alguma ligação com o Banco Pactual: os primeiros dois foram sócios-fundadores enquanto o Sr. Arlindo também era sócio e o Sr. Gustavo Guedes, por sua vez, foi "trader" no Banco de 1989 a 1991 (fls. 72/73).
29. A partir de material entregue à inspeção pelo Sr. Eduardo Rudge, (fls. 78/110), foi verificado que a estrutura de segregação de atividades da JGP S/A é similar em todos os fundos veiculados com sua marca.

30. O REI traz como exemplo os Contratos de Gestão de Carteiras entre a Dreyfus Brascan DTVM e a JGP S/A: há fundos (JGP Hedge e JGP A1) administrados pela primeira e com a gestão de carteiras realizada pela segunda empresa. Da mesma forma, o JGP Nextar Fund era administrado pelo Banco Pactual e pelo CSFB Garantia, através das respectivas contas nas quais este investidor era passageiro, com gestão de carteira realizada exclusivamente pelos diretores da JGP S/A, conforme informação constante às fls. 17/18.
31. Em carta enviada pelo Sr. Gustavo Guedes, em 16/01/01 (fls.111/114), foi afirmado que o JGP Nextar Fund não possuía qualquer vínculo societário com o JGP S/A. Ademais, a carta esclarece que as decisões de compra das ações da CAMBUCL foram tomadas pelo Diretor Gustavo Guedes com base em relatório técnico elaborado pelo Sr. Guilherme Mexias Aché (fls. 112/114), que trabalhou durante sete anos no Banco Pactual (fls. 74).
32. Conforme já relatado, o REI observa, ainda, que o Ventura Capital é passageiro da mesma conta coletiva em que o JGP Nextar Fund também é passageiro – conta coletiva do CSFB Bahamas Ltda., administrada pelo CSFB Garantia. Destaca, também, que o deferimento da inclusão do Ventura Capital ocorreu cerca de 3 meses antes da citada operação em questão.
33. O Ventura Capital teve autorização provisória em 28/12/99 e exatamente no dia seguinte, fez sua primeira operação, o que caracterizaria, para a acusação, um indício de que a sua constituição visou exclusivamente o desfecho das negociações aqui referidas.
34. A acusação afirma que o cadastro do Ventura Capital na CSFB Garantia CTVM está assinado e datado mais de 6 meses após a realização da primeira operação do citado investidor, descumprindo-se o regulamentado na Instrução CVM nº 220/94 e no Ofício Circular nº 443/94 da Bovespa.
35. Outro aspecto observado são as assinaturas no cadastro do investidor estrangeiro Ventura Capital – a do diretor Gerald Frank Medley, sócio-fundador da JGP S/A; a do Sr. Eduardo Rudge, responsável pela controladoria da JGP S/A; a dos Srs. Odilon Fernandes de Pinho Neto e Andrew Garcia Shores, procuradores da CSFB Garantia CTVM.
36. O Sr. Odilon, juntamente com o Sr. Ascendino Madureira Garcia, figura como responsável, também, pela CSFB Garantia DTVM. Os Srs. Ascendino e Odilon figuram, igualmente, como responsáveis, junto ao Banco Pactual pela conta do JGP Nextar Fund.
37. Por outro lado, na CSFB Garantia CTVM, as assinaturas dos responsáveis pela conta do JGP Nextar (fls. 314) são dos Srs. Odilon e Marcos Rogério Paiva Ramos, este assinando também como procurador do Garantia Banking Ltd., atual CSFB Bahamas Ltd. (fls. 176a 178).
38. No período de 01/06/98 a 31/12/99, a acusação apontou operações atípicas com Cambuci PN, que tinham entre os comitentes o Fundo IP de Participações MIA - CL e o Fundo IP de Participações Institucional MIA - CL, ambos administrados pela Dreyfus Brascan DTVM (fls. 459), que administra, também, outros fundos geridos pelos diretores da JGP S/A. A acusação entendeu que tais operações eram um indício da vinculação dos negócios destes comitentes com as operações realizadas, no mesmo período, pelo investidores JGP Nextar Fund e Guilherme Mexias Aché.

Do cadastro

39. A Corretora São Paulo declarou não possuir a ficha cadastral do JGP Nextar, alegando que o ato declaratório da CVM autorizando o Garantia Banking Limited a constituir, no Brasil, carteira de títulos e valores mobiliários era suficiente para que o investidor pudesse operar normalmente.
40. Dessa forma, a acusação considerou que a corretora teria infringido a regulamentação em vigor, estando o processo arquivado em relação a mesma e a seu diretor pelo cumprimento do termo de compromisso, conforme já relatado.
41. O REI traz também a informação de que o Ventura Capital só assinou cadastro na CSFB Garantia CTVM em 20/06/00, seis meses depois da operação da qual participou, relatada acima, datada de 22/12/99 (fls.23). Por essa razão considerou que a corretora teria descumprido o art. 5º, caput, da Instrução CVM nº 220/94 (fls. 46).

Das imputações

42. A acusação concluiu pela responsabilização, sob sujeição às penas previstas no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, das seguintes pessoas:

I) por utilização de informação privilegiada prevista no artigo 11¹ da Instrução CVM n° 31/84 (atual artigo 13² da Instrução CVM n° 358 de 2002), configurando o uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na letra "d"³ do Item II da Instrução CVM n° 8/79.

- a. JGP S/A e seus Diretores, Srs. André Roberto Jakurski, Paulo Roberto Nunes Guedes, Arlindo Raggio Vergaças Júnior, Gustavo Henrique Nunes Guedes, e seu analista, o Sr. Guilherme Mexias Aché;
- b. Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM e do Diretor destas instituições, Sr. Fernando Antonio Botelho Prado;
- c. JGP Nextar Fund e os Diretores da JGP S/A, responsáveis pela administração de sua carteira; e
- d. Ventura Capital LLC e os Diretores da JGP S/A, responsáveis pela administração de sua carteira.

II) Sr. Roberto Estefano, por infração ao § 1º, do artigo 155⁴ e ao § 4º do artigo 157⁵, ambos da Lei n° 6.404/76, e ao disposto no artigo 9º⁶ da Instrução CVM n° 31/84 (atual artigo 8º⁷ da Instrução CVM n° 358/02);

III) Bônus-Banval CCTVM Ltda. e seu Diretor, Sr. Celso Pedro Senise Júnior, por infração ao disposto no §1º, do artigo 16, da Lei n° 9.311/96⁸;

IV) Credit Suisse First Boston S/A CTVM e seu Diretor, Sr. Fernando Antonio Botelho Prado, por infração ao artigo 5º⁹ da Instrução CVM n° 220/94 (atual art. 11¹⁰ da Instrução CVM n° 387/03); e,

V) São Paulo Corretora de Valores Ltda. e seu Diretor, Sr. Jorge Ribeiro dos Santos, por infração ao artigo 5º da Instrução CVM n° 220/94 (atual art. 11 da Instrução CVM n° 387/03).

Das defesas

1. Os acusados, devidamente intimados, após requererem e terem obtido prorrogação do prazo de defesa, apresentaram defesas sumariadas abaixo:
2. O Sr. Roberto Estefano apresentou defesa (fls.1158/1203), em 19/10/05, nos seguintes termos:
 - a. Houve compras de papéis de emissão da CAMBUCI S/A por parte do defendente, juntamente com Eduardo Estefano, no período anterior ao das seguidas operações de compra realizadas pelo Sr. Aché e pela JGP Nextar mas em valores irrisórios, sem possibilidades de alteração ou representação de manipulação de liquidez das ações.
 - b. A autarquia entendeu que a decisão de compra das ações da CAMBUCI pela JGP Nextar foi feita com base em relatório elaborado por Guilherme Mexias Aché, analista da JGP SA, sendo, portanto, uma decisão baseada em um ato de terceiro.
 - c. A interferência das aquisições das ações de emissão da CAMBUCI de modo a movimentar artificialmente o papel, provocando aumento de liquidez das ações e, ao mesmo tempo, elevação nas cotações, "*não ocorreu de ato, iniciativa, providência ou qualquer outro fato que tivesse origem na conduta pessoal e profissional do acusado, ora Defendente*".
 - d. Quanto à negociação de alongamento do endividamento a curto prazo, o "*ora Defendente não pode assumir a responsabilidade por eventual relacionamento de outros agentes de mercado com as instituições financeiras. É certo que os mercados financeiro e de capital tem uma dinâmica própria, mas disso não se pode concluir participação do ora Defendente onde ele não agiu nem ativa nem comissivamente*".
 - e. O contrato "Pré-Export Financing Program" com o Banco Barclays foi devidamente comunicado à CVM por meio das Informações Trimestrais, imediatamente após a celebração do contrato. As informações sobre a negociação somente foram divulgadas quando de sua conclusão, tendo em vista o interesse da companhia no sigilo da operação.
 - f. As informações obtidas pelo Sr. Aché eram de uma provável negociação, a qual, quando efetivada, foi imediatamente informada à CVM, não tendo ocorrido a violação do dever de lealdade e tampouco do dever de

informação, tendo em vista que assim que houve o fechamento do contrato, este foi imediatamente informado à CVM.

- g. Dentre as garantias de ordem material aplicadas ao processo administrativo sancionador, está o princípio da culpabilidade, que faz com que a culpa e o dolo seja elemento essencial para a caracterização da prática não eqüitativa atribuída ao Defendente. A peça acusatória não aponta dolo, negligência, imprudência ou imperícia do Defendente.
- h. Sem o elemento intencional, não há como se caracterizar a violação ao dever de sigilo, eis que tal infração pressupõe o aproveitamento da posição de privilégio do administrador ou de terceiro, em relação à informação sobre ato ou fato relevante.
- i. Por informação relevante se entende aquela que pode influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, com influência nas decisões dos investidores em negociá-las ou não. Não é ponderável a mera possibilidade, ou seja, o que pode ou não vir a acontecer. Se a informação do Sr. Aché é apenas sobre uma possível ou provável negociação, não há como afirmar que o Defendente teria violado seu dever de sigilo.
- j. Ainda quanto à caracterização da relevância da informação, a negociação com o Barclays não surtiu os efeitos positivos em relação aos investidores, haja vista os prejuízos experimentados pela CAMBUCI nos exercícios sociais de 1999 e 2000.
- k. "Apenas para argumentar, é de se convir que, mesmo se alguma penalidade houvesse de ser aplicada ao Defendente, esta deveria ser a mínima prevista na lei, ou seja, a advertência (...)".

1. Bônus-Banval e o Sr. Celso Pedro Senise Junior apresentaram defesa conjunta às fls. 1208/1248:

- a. não compete à CVM julgar questões concernentes a eventuais infrações dos dispositivos mencionados (§1º do art. 16 da Lei nº 9.311/96), cuja observância e fiscalização dizem respeito ao Banco Central e à Receita Federal. Nesse caso, a incompetência em relação à matéria, é absoluta, pois mesmo que não alegada pela parte, deve ser reconhecida pelo juiz.
- b. Cabe salientar que os atuais sócios da Bônus-Banval CCTVM Ltda. não eram seus sócios à época dos fatos acontecidos.
- c. A CPMF foi devidamente recolhida, segundo notas fiscais juntadas.
- d. Quanto a infringência ao §1º do art. 16 da Lei nº 9.311/96, trata-se de uma infração meramente formal, não tendo havido nenhum prejuízo nem para os comitentes nem para o fisco e, muito menos, para o Mercado de Capitais.
- e. Foram operações sem qualquer intenção dolosa, motivo pelo qual o ora Defendente não pode ser punido por fato previsto como crime.

1. Credit Suisse First Boston Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A ("CSFB DTVM"), Credit Suisse First Boston S/A Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (CSFB CTVM) e Fernando Antonio Botelho Prado apresentaram defesa (fls. 1249/1287), em 10/11/05, nos seguintes termos:

- a. Preliminarmente os defendentes alegam prescrição da pretensão punitiva, nos termos do artigo 1º da Lei nº 9.873/99 pois as supostas infrações teriam ocorrido em 09/02/99, 19/04/99 e 07/05/99, datas em que , respectivamente, ocorreram a aquisição das ações pela CSFB DTVM – por conta e ordem do CSFB Bahamas -, a venda de ações pelo CSFB Bahamas ao Sr. Guilherme Mexias Aché, e a venda das demais ações pelo CSFB Bahamas ao JGP Nextar Fund., enquanto este processo administrativo foi instaurado em 09/03/05, sendo as intimações recebidas pelos defendentes apenas em 19 e 22/08/05, ou seja, mais de 5 anos após a realização das operações questionadas. O mesmo se diga quanto à acusação de falha na manutenção do cadastro, que teria ocorrido em 29/12/99.
- b. Houve claro prejuízo ao direito de ampla defesa pois os Defendentes não foram notificados da existência de uma investigação ou qualquer acusação ou indiciamentos e não lhes tendo sido dada a chance de esclarecerem sua atuação e demonstrarem a regularidade de seu comportamento, enquanto a outros defendentes foi solicitado esclarecimento.
- c. Mencione-se que o TAC foi apresentado de forma sumária, com dispensa à constituição de Comissão de

Inquérito, tendo o Superintendente entendido haver suficientes provas de materialidade e autoria nos autos, não constando que o TAC tenha sido previamente aprovado pelo colegiado da CVM.

- d. Quanto à CSFB DTVM, o concurso da responsabilização consiste na aquisição do lote de ações no pregão e na manutenção dos mesmos em sua carteira própria por cerca de três meses apesar do registrado prejuízo. Quanto à CSFB CTVM e a Fernando Prado, não há justificativa de em que medida teriam participado da suposta infração.
 - e. Não houve uso de informação relevante, para o que é necessário que estejam comprovados: (i) existência de informação relevante, (ii) que os acusados tenham tido acesso à informação, (iii) conhecimento, pela parte acusada, de que se trata de informação relevante; e (iv) o auferimento de vantagem com a informação privilegiada.
 - f. Não há provas nos autos de que os Defendentes tenham tido acesso à informação privilegiada e que tenham feito uso delas para auferimento de vantagem. Não é, ressalte-se, possível a presunção de conhecimento de informação relevante pelos agentes de mercado.
 - g. A CVM não comprova e nem mesmo apresenta indícios do porquê acredita que a CSFB DTVM teria tido acesso ao Relatório elaborado pelo Sr. Guilherme Mexias Aché.
 - h. Por meio de correspondências, a CAMBUCI S/A, em prestação de informações à CVM, enumerou os nomes dos envolvidos nas operações, dentre os quais não se encontra o nome dos defendentes. O Sr. Aché também afirmou não se recordar que tivesse sido acompanhado por outro analista ou profissional de outras instituições.
 - i. Não cabe sugerir nenhuma ligação a partir do fato de o JGP Nextar Fund e o Ventura Capital serem participantes da mesma conta coletiva do Anexo IV de titularidade da instituição Garantia Banking Ltd. (sucédida pelo CSFB Bahamas), administrada pelo Banco CSFB. Além disso, o Banco CSFB não teve nenhuma participação sobre as decisões de investimento do Ventura Capital e do JGP Nextar.
 - j. Quanto ao volume de aquisição dos papéis de emissão da CAMBUCI PN, este não pode causar maior suspeita, tendo em vista que outras operações com os mesmos papéis compreenderam uma quantidade de ações muito próxima ou até mesmo superior.
 - k. Quanto ao fato de terem sido simultâneas as ordens de compra e venda na operação de venda direta das 4.880.000 Ações CAMBUCI PN de CSFB Bahamas (por meio da CSFB CTVM) para o JGP Nextar, são procedimentos necessários e usuais no dia-a-dia do mercado, estando previstas no regulamento de operações da BOVESPA.
 - l. Quanto à transferência do produto da venda pela CSFB DTVM para o Banco CSFB, trata-se de procedimento comum e óbvio, dado que os recursos apurados com a venda foram remetidos ao titular do investimento no exterior e, de acordo com o art. 12, I e II do Regulamento Anexo IV à Resolução CMN nº 1.289/87. Do mesmo modo a transferência do produto da venda das ações para a Ventura Capital, intermediada pela CSFB CTVM.
 - m. Identifica-se no TAC um exagerado esforço para constituir uma tese de que as operações da CSFB DTVM e da CSFB CTVM teriam sido conduzidas de forma a atender os interesses da JGP Nextar Fund e do Sr. Guilherme Mexias Aché. Não pode a CVM furtar-se à constatação de que não existem quaisquer relações societárias ou administrativas entre os defendentes, de um lado, e a JGP S/A, o JGP Nextar Fund ou o Ventura Capital.
 - n. O cadastro do Ventura Capital, enviado à CVM, datado e assinado 6 meses após a realização da primeira operação do cliente, substituiu o cadastro anterior de 28/12/99, ou seja, anteriormente à venda das ações da CAMBUCI ao Ventura Capital, em 29/12/99. Os Defendentes, ao enviarem a ficha cadastral, não se preocuparam em remeter os documentos e dados anteriores, pois não sabiam tratar-se de investigação da CVM e do objeto dessa investigação.
 - o. Não se preocupou o Superintendente em averiguar a efetiva participação de Fernando Prado nas operações questionadas, limitando-se a intimá-lo a apresentar defesa. Assim, sem a comprovação da conduta irregular do agente e o dolo ou culpa em sua atuação, não pode ser atribuída qualquer responsabilidade.
1. JGP S/A, JGP Nextar Fund, Ventura Capital LCC, André Roberto Jakurski, Arlindo Rággio Vergaças Jr., Guilherme Mexias Aché, Gustavo Henrique Nunes Guedes e Paulo Roberto Nunes Guedes apresentaram defesa, dentro do prazo regular, às fls. 1414/1493 dos autos.
 2. Quanto às questões preliminares, os Defendentes alegam a nulidade do processo administrativo:

- a. O processo administrativo somente poderá ser iniciado por meio de TAC formulado por um Superintendente quando os elementos de convicção venham a se apresentar de tal forma que torne dispensável a efetivação das investigações. É estranho que esse caso possua elementos de autoria e materialidade tão claros tendo demorado mais de seis anos em diligências para que as pessoas sejam intimadas a apresentar defesa. Outra evidência da falta de clareza é o fato de a investigação ter começado com a tese de manipulação de preços e ter sido encerrada acusando os Defendentes de *Insider Trading*.
 - b. Não é lícito que, ao invés de instaurar a comissão de inquérito, procedimento que obedece a regras e prazos pré-estabelecidos, realize-se uma investigação informal que se prolonga indefinidamente no tempo e prejudica os acusados.
 - c. Com a demora da investigação, foi lesado o direito de produção de provas dos acusados, pois a reconstrução dos fatos e a busca de evidências para a comprovação da inocência dos ora Defendentes é tarefa extremamente árdua.
 - d. Já que a observância do adequado procedimento é condição necessária para a validade da decisão final, é evidente a nulidade absoluta do presente processo administrativo.
 - e. É descabida a dupla acusação feita aos Defendentes com base tanto no artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84, quanto no item II, "d" da Instrução CVM nº 08/79, tendo em vista ser juridicamente impossível a incidência de ambos os dispositivos, devendo prevalecer a regra mais especial.
 - f. É equivocada a inclusão do Ventura Capital no presente processo, pois sua única operação com papéis da CAMBUCI ocorreu após a publicação da informação considerada relevante, ou seja, em um momento em que a informação não era mais sigilosa.
 - g. Além disso, não se pode acusar a constituição do Ventura unicamente para essa operação, visto que existe até a presente data. Além disso, não se pode falar unicamente nessa operação, pois toda a carteira do Nextar Fund foi transferida.
 - h. A inclusão da JGP S/A no presente processo sancionador é inusitada, pois ela nada adquiriu ou alienou em relação aos papéis da CAMBUCI, e o único vínculo com a JGP Nextar é a coincidência de diretores. A JGP S/A não é administradora ou gestora do Nextar Fund.
 - i. Operações realizadas quando a informação tida por privilegiada já se tornara pública não podem ser incluídas no rol daquelas pretensamente irregulares, pois não mais configuram *insider trading*.
1. Quanto ao mérito, foram feitas as seguintes alegações:
 - a. Ao se analisar as operações realizadas pelo Sr. Aché e pelo Nextar Fund, a primeira delas ocorreu mais de 2 meses após a visita do Sr. Guilherme Aché ao Sr. Roberto Estefano. Assim, a situação é totalmente *sui generis*, pois detendo informação privilegiada e engajado em dela fazer uso, o agente aguarda longo período para iniciar suas negociações.
 - b. Ao invés da certeza quanto à data da reunião conduzir a um indício de que as operações ocorreram com base nas informações prestadas, é a existência das operações que conduz à certeza da data da ocorrência da visita, jamais confirmada no processo.
 - c. O TAC decidiu ignorar os outros fatores econômico-financeiros que embasaram a decisão de investimento do Sr. Aché e do Nextar Fund, concluindo, com alto grau de subjetivismo, que o aspecto determinante para a compra era somente a negociação do alongamento da dívida da CAMBUCI com o Banco Berclays. Ora, havia outros fatores e outras perspectivas.
 - d. Não há como supor que as informações passadas ao Sr. Aché pelo Sr. Roberto Estefano eram confidenciais e privilegiadas, posto que o administrador que detenha informação privilegiada deve sobre a mesma manter sigilo. Sendo assim, mister reconhecer que o Sr. Guilherme Aché deveria, em boa-fé, esperar que aquelas informações não tinham caráter confidencial. E, como se sabe, a tutela das expectativas legítimas é garantida e reconhecida tanto no direito Público como no Direito Privado.
 - e. O *tipo* de *insider trading* originado na experiência americana integra o conhecimento de que se trata de informação privilegiada, o que não poderia, no caso, ser presumido, mas deveria ser provado.
 - f. Jamais quaisquer dos acusados veio a ser questionado sobre o grau de suposta ingerência ou conhecimento

detido pelo CSFB Garantia DTVM com relação às operações do Nextar Fund.

- g. Não consta questionamento sobre as razões de compra das ações da CAMBUCI em 1999. A acusação baseia-se exclusivamente no fato de que era o CSFB Bahamas Ltd titular da conta coletiva em que o Nextar Fund era passageiro e de que as ações adquiridas pela CSFB Garantia DTVM foram posteriormente alienadas para o Nextar Fund e para o Sr. Aché.
- h. É frágil querer pretender que o fato do CSFB Bahamas Ltd. ser titular de conta coletiva em que o Nextar Fund e o Ventura Capital são passageiros e o Banco CSFB deles ser representante para efeitos de regulamentação induziria a que as operações realizadas pela CSFB Garantia DTVM tivessem a interferência de um dos "passageiros" da conta coletiva do CSFB Bahamas Ltd. O TAC ignorou os limites de conhecimento e ingerência do "administrador" (representante da conta coletiva) ao afirmar que a CSFB Garantia DTVM comprou ações com base em relatório de análise de investimentos elaborado por analista da JGP.
- i. A coincidência de assinaturas dos responsáveis pelo Ventura Capital com os responsáveis pela JGP S/A, JGP Nextar, CSFB Garantia DTVM e Garantia Banking Ltd. (posterior CSFB Garantia Ltd.) não sugere nenhuma irregularidade, mas somente detalha o funcionamento normal das referidas contas, o que de mais corriqueiro existe nas relações entre titular e "passageiro" de conta coletiva.
- j. Se é certo que a CSFB Garantia DTVM veio a posteriormente alienar as ações da CAMBUCI, em datas diferentes, para o Nextar Fund e para o Sr. Mexias Aché, também é verdade que, nas mesmas datas, os mesmos comitentes realizaram compras das ações da CAMBUCI de outros participantes do mercado. Extrair a conclusão de que, especificamente o lote comprado da CSFB Garantia DTVM decorreria de alguma relação irregular, parece exercício de criação, ainda mais quando se verifica que a venda feita pela CSFB Garantia DTVM gerou prejuízo.
- k. Além disso, durante todo o período até a data da divulgação da informação dita privilegiada, o Sr. Aché e o Nextar Fund negociaram com outros agentes de mercado, o que parece conduzir a que tinham genuíno interesse na aquisição das ações, independentemente da sugerida relação com o Banco CSFB, o CSFB Bahamas Ltd., a CSFB Garantia DTVM e a CSFB Garantia CTVM.
- l. A pesquisa de laços entre o Nextar Fund e o Sr. Eduardo Estefano a partir das operações de compra por intermédio de um mesmo corretor, o Sr. Gilvan de Souza Fortes, não caracteriza indício de *insider trading*, uma vez que à ocasião o fato já era público. Outrossim, a reunião ocorrida em fevereiro foi com o Sr. Roberto Estefano e não com o Sr. Eduardo Estefano, não havendo qualquer relação entre este e o Sr. Aché unicamente pelo fato de ser irmão do Sr. Roberto Estefano.
- m. Ainda quanto a essa operação, deve ser ressaltado que o Nextar Fund realizou a operação por ordem diretamente dada ao Sr. Gilvan, enquanto o Sr. Eduardo Estefano agiu por intermédio da corretora Banval. A mais alta probabilidade, nesse caso, é que as ordens tenham sido dadas em momentos diferentes, mas registradas apenas quando, após "percorrido" o mercado pelo corretor especializado, foi encontrada uma contraparte para suas operações. Este é um procedimento da prática nas corretoras para ações ilíquidas.
- n. Não há qualquer contradição entre a correspondência da Corretora São Paulo e o fato de que no caso concreto todas as operações foram realizadas pelo Sr. Gilvan Fortes, ainda mais por ser ele um dos membros de um seletíssimo grupo de profissionais no mercado com a prática e *expertise* em ações ilíquidas, com muitos anos de experiência.
- o. Não há base para a assertiva de que, além do conhecimento da perspectiva de negociação do alongamento da dívida, o Sr. Guilherme Aché tivesse qualquer outro detalhe ou conhecimento aprofundado da operação, pois as informações apontadas pela Acusação eram facilmente verificáveis através de simples análise de seus demonstrativos financeiros.
- p. Segundo o TAC, operações cursadas entre o Fundo IP de Participações Mútuo de Investimento em Ações – CL, Fundo IP de Participações MIA – CL e The First Brazil Multiportifolio Fund, em que os referidos comitentes pareciam se revezar uns nas contrapartes dos outros, seriam indício de vinculação com o Nextar Fund e o Sr. Aché, pelo simples fato de que dois daqueles eram administrados pelo Dreyfus Brascan DTVM, que administra também outros fundos geridos pelos diretores da JGP SA. Ora, essa teoria é injusta, posto que não confirmada e que não realizadas diligências a fim de verificar a veracidade da suposição.
- q. As decisões e entendimentos doutrinários indicam que os Defendentes somente poderiam vir a ser responsabilizados quando a participação individual de cada um deles se encontre caracterizada de forma

estreme de dúvidas, dada a inadmissibilidade de responsabilidade objetiva no direito disciplinar brasileiro. Sendo assim, as únicas pessoas que negociaram as ações em questão foram o Nextar Fund e o Sr. Guilherme Aché, sendo descabida a acusação dos demais Defendentes neste processo.

É o Relatório.

VOTO

De início devem ser analisadas as alegações preliminares apresentadas pelos acusados.

Da prescrição da pretensão punitiva

Os indiciados CSFB DTVM, CSFB CTVM e Fernando Botelho Prado (fls. 1249/1287) alegam, em sede preliminar, que teria ocorrido a prescrição da pretensão punitiva da CVM, visto que as operações apontadas no Termo de Acusação ocorreram no período de 09/02/99 a 29/12/99, tendo eles sido citados apenas em 09/03/05, portanto mais de 5 anos após a prática do ato. Tal afirmação tem, como fundamento, o disposto no art. 1º da Lei nº 9.873/99¹¹, que trata da prescrição para o exercício de ação punitiva pela Administração Pública Federal.

Analisando o presente processo e a Lei em questão, verifico que tal alegação não deve prosperar. O referido dispositivo encontra-se excetuado no art. 2º¹² da Lei nº 9.873/99, que elenca as hipóteses de interrupção de prescrição.

A expressão "*ato inequívoco, que importe na apuração do fato*", conforme entendimento já manifestado pelo Colegiado da CVM¹³, é aquele cuja existência seja indubitosa e que tenha o objetivo de impulsionar o processo administrativo de investigação. Dessa forma, todo ato inequívoco realizado no decorrer da etapa investigativa desta Autarquia que importe na apuração dos fatos é suficiente para a interrupção do prazo prescricional, não havendo previsão legal de que apenas a notificação do indiciado da instauração do inquérito administrativo seja o único ato que interrompa o prazo prescricional.

Dessa forma, não conheço da preliminar argüida, haja vista os diversos atos realizados pela CVM que se enquadram na definição de ato inequívoco. Como exemplo, tem-se o ofício da Gerência de Fiscalização Externa – 4 ("GFE-4"), acostado às fls. 307. Também o ofício CVM/SMI/GMN/Nº 383, de 13/11/03, solicitando informações à BOVESPA, acostado às fls. 760, ou ainda o ofício CVM/SMI/GMN/Nº 382, acostado às fls. 798, endereçado ao Sr. Roberto Estefano, onde se solicitava descrição de todo o processo para a repactuação da dívida da CAMBUCI com o Banco Barclays.

Dada a unicidade da instrução probatória no processo administrativo, determinado ato inequívoco que vise apurar algum fato relevante para o desenvolvimento do processo importa na interrupção do prazo prescricional a todos os indiciados. Portanto, fica afastada a possibilidade de ser reconhecida a prescrição, no presente processo, para qualquer indiciado.

Do prejuízo à defesa

Os indiciados alegam que houve prejuízo à defesa devido à inexistência de notificação aos defendentes de que estes estavam sendo investigados para que pudessem apresentar esclarecimentos quanto aos fatos questionados.

No meu entender, tal alegação é infundada uma vez que a investigação é sigilosa e, quando da inauguração da fase contraditória, os acusados foram regularmente intimados para se defenderem, tendo sido postos à sua disposição todos os meios e informações necessários para fazê-lo, não tendo sido negada a produção de qualquer prova requerida e operando-se a citação e todos os trâmites legais previstos em lei para a ocorrência do processo administrativo em questão, não havendo como se falar em prejuízo à defesa.

Das demais irregularidades alegadas pela defesa

A Defesa alega que o Termo de Acusação foi apresentado de forma sumária, em dispensa da formação de Comissão de Inquérito, estando ausente, também, a aprovação do referido Termo pelo Colegiado. Alegam haver irregularidade no uso do Termo de Acusação, visto que a demora entre o início da investigação e a apresentação do referido instrumento o desnatura uma vez que este se presta a um procedimento de cognição sumária em que há clareza quanto aos instrumentos de materialidade e autoria. Também a demora da investigação teria prejudicado a produção

de provas, já que a reconstrução dos fatos e a busca de evidências se tornariam difícil.

Como já mencionado em outros processos¹⁴, é faculdade da CVM decidir, em cada caso específico, se constitui Comissão de Inquérito ou se o Superintendente apresenta Termo de Acusação. Sendo os fatos do presente processo suficientes no tocante à autoria e à materialidade, justificada está a não constituição da Comissão de Inquérito e a preferência pelo Termo de Acusação.

A necessidade de aprovação pelo Colegiado alegada pela Defesa se esvai ao verificar-se que o Termo de Acusação foi exarado posteriormente à mudança processual introduzida pela Deliberação CVM nº 457/02 que eliminou tal fase.

Alegam, ainda, que todos os documentos e informações necessárias para uma análise insuspeita do processo deveriam estar em posse dos indiciados no período em que se deu a investigação. Não obstante, nenhuma das informações solicitadas deixou de ser apresentada com a clareza necessária para a correta apreciação dos fatos, não ocasionando nenhum dano para a Defesa. Assim, não acolho a preliminar argüida.

Também alegam os indiciados que não se poderia perquirir pela aplicação do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, e do item II, alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, porquanto seria necessário o recurso à regra mais especial. Tal alegação não se sustenta, dado que a imputação é compatível com os fatos narrados pela Acusação.

Afastadas as Preliminares, procedo à análise do mérito.

Do Insider Trading

O Termo de Acusação imputa aos indiciados JGP SA, seus diretores André Roberto Jakurski, Paulo Roberto Nunes Guedes, Arlindo Raggio Vergaças Júnior, Gustavo Henrique Nunes Guedes, o analista Guilherme Mexias Aché, Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM e Fernando Antonio Botelho Prado; JGP Nextar Fund e Ventura Capital LLC a utilização de informação privilegiada prevista no art.11 da Instrução CVM nº 31/84¹⁵, configurando uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução.

Tal ilícito consiste, como muito bem definido pelo Diretor-Relator do PAS CVM nº 17/02, julgado em 25/10/05, em "*uma negociação com valores mobiliários em que uma das partes, por ser conhecedora de informação privilegiada, coloca-se em posição de vantagem em relação à outra que, por não deter essa mesma informação, encontra-se em uma indevida posição de desequilíbrio ou de desigualdade*".

O mercado de capitais é um mercado onde, mais do que em outros, o risco tem importância fulcral, havendo de se prezar pela devida pulverização da informação, garantindo, assim, a confiabilidade do mesmo e coibindo o temido e iníquo efeito de um desequilíbrio informacional entre as partes, o que proporcionaria a uma delas, quando detentora de informação privilegiada ainda não divulgada, o poder de fazer melhores prognósticos de investimentos e de minimizar os riscos.

Ao verificar o nexo de causalidade entre a conduta ilícita e o possível dano causado aos investidores, se deve ter em mente que esse nexo causal será inferido através de prova de que as informações eram relevantes e privilegiadas. Há, desta forma, uma presunção de culpa que, em contrapartida, não é absoluta, admitindo prova em contrário¹⁶.

Importa ressaltar que a caracterização do *insider trading* se dá através do elemento subjetivo do tipo, qual seja, a intenção do agente de produzir um resultado. A efetiva obtenção da vantagem não integra a conduta do *insider trading*, conforme entendimento desse Colegiado¹⁷.

No intuito de sistematizar as imputações da melhor forma, analisarei separadamente a conduta dos acusados.

Guilherme Mexias Aché

Segundo consta dos autos do processo, o Sr. Guilherme Mexias Aché, no mês de fevereiro de 1999, visitou a CAMBUCI, procedendo à análise de sua situação. Durante a visita, soube das tratativas da empresa para a negociação do alongamento de sua dívida com um banco estrangeiro, como está comprovado pelo Relatório de Visita que confeccionou (fls. 112/114).

Tal informação não era pública e era relevante o suficiente para que incorresse em desequilíbrio informacional entre o indiciado e os outros agentes do mercado. Mais que isso, tinha força suficiente para alterar o preço e o volume de negócios dos papéis de emissão da CAMBUCI.

Tendo em mãos essa informação, o Sr. Guilherme Mexias Aché comprou ações CAMBUCI PN. Resta provado, portanto, onexo causal entre o recebimento da informação e a conduta do indiciado.

Analisando o argumento da Defesa, não conheço da alegação de que o Sr. Guilherme Mexias Aché não sabia que as informações em questão não eram de domínio público. A própria Defesa do Sr. Roberto Estefano (fls. 1159/1179), que é a pessoa que divulgou a informação, é clara em dizer que a CAMBUCI visava o sigilo da operação, dado que se tratava apenas de possibilidade de concretização de uma informação que veio a ser divulgada na 2ª Informação Trimestral da companhia, relativa a junho de 1999 (fls. 1006 e 1007).

Sabendo dos anos de experiência no mercado financeiro do Sr. Guilherme Mexias Aché, não acolho o argumento de que o indiciado não tinha meios para saber que tal informação não era pública. Tal forçosa conclusão dimana da presunção de conhecimento, por parte de um analista que há tempos opera no mercado, de que a negociação de uma dívida entre empresa e um banco não é um fato público.

Estando o Sr. Guilherme Mexias Aché em contato direto com o mercado e sendo a CAMBUCI objeto de sua análise, verifica-se a impossibilidade do indiciado não saber que tais fatos relevantes não eram públicos.

Tampouco se pode acolher o argumento de que a informação não era relevante, visto que o alongamento da dívida da CAMBUCI com o banco estrangeiro era suficiente para influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários de emissão da companhia.

No meu entender, portanto, o indiciado deve ser punido pelo ilícito do *insider trading*, visto que claramente detinha a informação privilegiada e, após conhecer da informação, comprou ações de emissão da CAMBUCI.

Vale ressaltar que o indiciado também indicou a compra ao JGP Nextar Fund, o que terá efeitos para a dosimetria da pena.

JGP Nextar Fund

Consta no presente processo, consoante correspondência enviada pelo Sr. Gustavo Guedes em 16/01/01 (fls. 112/114), que a decisão de compra das ações da CAMBUCI pelo JGP Nextar Fund foi motivada pelo relatório do Sr. Guilherme Mexias Aché.

Como já demonstrado no presente processo, o Sr. Guilherme Mexias Aché obteve informações relevantes que não eram públicas. Assim, dada a afirmação do Sr. Gustavo Guedes, concretiza-se o nexo causal entre a decisão de compra dos papéis pelo JGP Nextar Fund e a posse da informação privilegiada, estabelecendo-se a presunção relativa de caracterização do *insider trading*, dado que o citado fundo operou tendo informação privilegiada.

Importa ressaltar que a Defesa do JGP Nextar Fund e do Sr. Guilherme Mexias Aché alega que existiram outras informações no Relatório de Visita que embasariam a decisão de compra e venda de ações da CAMBUCI. Tal fato é indiscutível. Mas o que se discute no presente processo é que a presença da informação privilegiada como um dos componentes que motivaram a decisão do investidor já ocasionaria um desequilíbrio informacional entre os investidores no mercado.

JGP S/A e seus diretores André Roberto Jakurski, Paulo Roberto Nunes Guedes, Arlindo Raggio Vergaças Júnior e Gustavo Henrique Nunes Guedes

A Defesa argumenta que deve ser excluída do presente processo a JGP S/A, visto que essa nada comprou ou alienou, não tendo nenhum vínculo com o JGP Nextar Fund além dos diretores em comum.

Tal fato é corroborado pela alegação presente no Termo de Acusação (fls. 1015), atribuída ao Sr. Gustavo Guedes:

"...a gestão da carteira de ativos do investidor estrangeiro estava a cargo dos diretores do JGP Nextar Fund que, de fato, eram os próprios diretores da JGP S.A...."

Desta feita, visto que a JGP S/A não comprou ações de emissão da CAMBUCI e não havendo qualquer outro fato que conecte o JGP Nextar Fund e a JGP S/A no Termo de Acusação, voto pela absolvição o JGP S/A das imputações feitas no presente processo.

Quanto aos Srs. André Roberto Jakurski, Paulo Roberto Nunes Guedes, Arlindo Raggio Vergaças Júnior e Gustavo Henrique Nunes Guedes, consta dos autos do processo que os mesmos eram gestores do JGP Nextar Fund. O Sr. Gustavo Guedes, no entanto, era o diretor responsável pela operação, conforme alegado pelo próprio indiciado (fls. 111) e, estando comprovada a responsabilidade desse, deve-se proceder a penalização.

Quanto aos demais gestores, visto que não eram responsáveis pela operação, voto pela sua absolvição.

Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM e Fernando Antonio Botelho Prado

O Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM e Fernando Antonio Botelho Prado, ao que consta nos autos do processo, não tiveram acesso à informação privilegiada em questão.

Sendo esses indiciados os denominados *insiders* de mercado, ou *tipees*, cabe à acusação a prova de que os mesmos detinham conhecimento da informação privilegiada. Tal entendimento é consolidado pelo Colegiado, sendo diversos os votos que tratam a questão nesse sentido¹⁸.

Visto que há absoluta falta de suporte fático que evidencie o conhecimento da informação pelos indiciados, voto pela absolvição desses no tocante à acusação de *insider trading*.

Quanto à imputação de infração referente ao disposto no artigo 5º da Instrução CVM nº 220/94¹⁹, que cuida da manutenção de cadastro dos operadores do mercado, a mesma não pode prosperar. O documento analisado pela acusação era o substituto do cadastro original que tinha sido assinado antes das operações.

Tal fato é comprovado pela juntada do cadastro original, devidamente formalizado, anexo à Defesa (fls. 1276/1284), devendo a imputação ser afastada.

Ventura Capital LLC

Como já citado no presente processo, a definição de *insider trading* pressupõe que uma das partes tenha conhecimento de informação privilegiada.

Tal não é o caso do Ventura Capital LLC, visto que este apenas operou depois da divulgação da informação ao público.

Assim, não vislumbro irregularidade na conduta do Ventura Capital LLC não havendo que se falar em responsabilidade desse indiciado.

Roberto Estefano

O Termo de Acusação imputa ao Sr. Roberto Estefano, presidente da CAMBUCI, infração ao disposto no parágrafo 1º, art. 155²⁰, e parágrafo 4º do art. 157²¹, ambos da Lei nº 6.404/76, e o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 31/84²². O art. 155 da lei societária obriga o administrador de uma companhia a não deixar "vazar" informações relevantes ainda não públicas, por meio de terceiros e, como já discutido nesse processo, a informação da negociação da dívida da CAMBUCI com um banco estrangeiro era fato relevante, visto que poderia influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores em comprar ou vender valores mobiliários.

Sendo a informação fato relevante, tem o administrador a responsabilidade de protegê-la quando ainda não divulgada ao mercado, afim de que se possa assegurar o equilíbrio informacional entre os investidores. Dessa forma, é dever do administrador, não só com a companhia, mas com todo o mercado financeiro, a guarda da informação não divulgada.

O Sr. Roberto Estefano teria de ter observado tais condutas mas, entretanto, procedeu de forma contrária ao ordenamento, divulgando a informação ao Sr. Guilherme Mexias Aché, o que deu ensejo para toda a operação de *insider trading* analisada no presente processo e ao conseqüente dano ao mercado financeiro nacional. Sendo assim, resta clara a necessidade de se responsabilizar o indiciado por não guardar sigilo da informação até sua divulgação ao público.

O administrador, no meu entender, não está obrigado, pela lei, a divulgar ao público a negociação de uma dívida. Porém, quando tal informação escapa de seu controle e chega aos investidores, é clara a sua responsabilidade em divulgar o fato, visto que esse deve zelar pela saúde do mercado financeiro fazendo com que nenhum investidor tenha uma informação privilegiada, quando agasalhada pelo dever de proteção, que dê aos investidores vantagens em seus prognósticos.

Assim, a imputação relativa ao § 4º do art. 157 não configuraria o ato do indiciado até o período em que esse informou ao Sr. Guilherme Mexias Aché o fato relevante em questão. A partir desse momento, o Sr. Roberto Estefano deveria divulgar a informação imediatamente pelos meios previstos em lei. Porém, assim o indiciado não procedeu, restando caracterizada a infração em questão.

O Termo de Acusação imputa à Bônus-Banval CCTVM Ltda. e ao seu Diretor, Celso Pedro Senise Júnior, infração ao disposto no parágrafo 1º, art. 16 da Lei nº 9.311/96²³.

Julgar tal imputação não é competência dessa CVM, e sim do Banco Central do Brasil e da Secretaria da Receita Federal do Brasil. Sendo assim, por incompetência absoluta, não conheço da referida imputação.

Conclusão

Tendo em vista as razões expostas, voto no seguinte sentido:

1. aplicação de pena de multa pecuniária, no valor de R\$ 50.000,00, ao Sr. Guilherme Mexias Aché, pela utilização de informação privilegiada prevista no art.11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução;
2. aplicação de pena de multa pecuniária, no valor de R\$ 100.000,00, ao JGP Nextar Fund, pela utilização de informação privilegiada prevista no art.11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução;
3. aplicação de pena de multa pecuniária, no valor de R\$ 50.000,00, ao Sr. Gustavo Guedes, pela utilização de informação privilegiada prevista no art.11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não eqüitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução;
4. aplicação de pena de multa pecuniária, no valor de R\$ 50.000,00, ao Sr. Roberto Estefano, pela infração ao disposto no parágrafo 1º, art. 155, e parágrafo 4º do art. 157, ambos da Lei nº 6.404, e o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 31/84.
5. absolvição dos demais indiciados no tocante a todas as imputações.

Voto, ainda, pelo encaminhamento do presente processo para a Procuradoria Federal Especializada – CVM para que esta avalie da necessidade de comunicação da presente decisão ao Banco Central do Brasil, à Secretaria da Receita Federal do Brasil e ao Ministério Público.

É o voto.

Rio de Janeiro, 21 de agosto de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

1 Art. 11 - É vedada, como prática não eqüitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

2 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.

3 Letra d: prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

4 § 1º - Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

5 § 4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

6 Art. 9º - Cumpre aos administradores e acionistas controladores guardar sigilo as informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua comunicação e divulgação ao mercado.

7 Art. 8º - Cumpre aos administradores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como entre para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

8 § 1º - Os valores de resgate, liquidação, cessão ou repactuação das aplicações financeiras, de que trata o caput deste artigo, bem como os valores referentes a concessão de créditos, deverão ser pagos exclusivamente ao beneficiário mediante cheque cruzado, intersetivo, ou creditado em sua conta corrente de depósito. (redação original posteriormente modificada pela Lei nº 10.892/04)

9 Art. 10 - É vedado a quem se obriga a cumprir as obrigações de sigilo, divulgar, direta ou indiretamente, a informação privilegiada antes de ser comunicada e divulgada ao mercado, ou antes de ser divulgada.

10 Art. 11 - É vedado a quem se obriga a cumprir as obrigações de sigilo, divulgar, direta ou indiretamente, a informação privilegiada antes de ser comunicada e divulgada ao mercado, ou antes de ser divulgada.

11 Art. 12 - É vedado a quem se obriga a cumprir as obrigações de sigilo, divulgar, direta ou indiretamente, a informação privilegiada antes de ser comunicada e divulgada ao mercado, ou antes de ser divulgada.

17 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/04.

18 Como exemplo, cito o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/01, no qual fui Relator.

19 Art. 5º As sociedades corretoras devem manter documento, datado e assinado pelo cliente ou por seu mandatário legal devidamente constituído, antes da realização da primeira operação ordenada, onde constarão, no mínimo, as seguintes declarações:

I - que são verdadeiras as informações fornecidas para o preenchimento do cadastro;

II - que se compromete a informar, no prazo de dez dias, quaisquer alterações que vierem a ocorrer nos seus dados cadastrais;

III - que opera por conta própria ou, em caso contrário, indicar, claramente, em nome de quem pretende operar;

IV - que é ou não é pessoa vinculada à sociedade corretora;

V - que não está impedido de operar no mercado de valores mobiliários;

VI - que, por expressa opção, se for o caso, manifesta-se pela transmissão de ordens exclusivamente por escrito;

VII - que tem conhecimento do disposto nesta Instrução, nas normas editadas pelas bolsas de valores e sociedades corretoras, cujas cópias recebeu e mantém em seu poder.

§1º Cumpre às sociedades corretoras solicitar aos seus clientes autorização expressa para que, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial, possam vender, em bolsa de valores, as ações adquiridas por sua conta e ordem e não líquidadas, ou outros valores mobiliários, aplicando o produto da venda no pagamento dos respectivos débitos.

§2º Admite-se a falta de assinatura no documento de que trata este artigo até vinte dias a contar da data da realização da primeira operação ordenada pelo cliente

20 § 12 Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

21 § 4 Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

22 Art. 9º - Cumpre aos administradores e acionistas controladores guardar sigilo as informações relativas a ato ou fato relevante de qual tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupem, até sua comunicação e divulgação ao mercado.

23 Lei nº 8.211, de 16. 6. 11 § 1º Os valores de resgate, liquidação, cancelamento ou resgate de aplicações financeiras não integradas a conta corrente de depósito para investimento, bem como os valores referentes à concessão de créditos e aos benefícios ou resgates recebidos dos planos e seguros de que trata o inciso II do caput deste artigo, deverão ser pagos exclusivamente aos beneficiários ou proponentes mediante crédito em sua conta corrente de depósito, cheque cruzado, transferência, ou por outro instrumento de pagamento, observadas as normas expedidas pelo Banco Central do Brasil.

Declaração de Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto, proferida na Sessão de Julgamento do PAS SP 2005/155, realizada no dia 21 de agosto de 2007

1. Negociação Privilegiada

1.1 Discordo do voto do relator no que tange à condenação dos acusados Guilherme Messias Aché, JGP Nextar Fund e Gustavo Henrique Nunes Guedes. No meu entender, todos devem ser absolvidos, pois não foi comprovada a acusação de negociação com informação privilegiada.

2. De acordo com a sistemática da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, podemos classificar os casos de negociação com base em informação privilegiada em quatro grandes grupos:

- i. no primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não podem negociar com ações da empresa enquanto o fato relevante não for divulgado ao público;
- ii. no segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa;
- iii. no terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar;
- iv. no quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção.

1.3 Embora a Instrução CVM nº 358/02 não estivesse em vigor à época, essa sistemática já vinha sendo aplicada, no que importa ao presente caso, por meio de construções doutrinárias e jurisprudenciais. Acredito que a principal questão no caso em exame seja o enquadramento dos acusados no terceiro ou no quarto grupo. O relator, aparentemente, os enquadra no terceiro; eu acredito que eles se encaixam no quarto.

1.4 A meu ver, um analista de investimentos que trabalha no *buy side* não tem nenhuma relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia que possa dar ensejo à presunção de que conhece o caráter sigiloso das informações. Na verdade, como os administradores têm o dever de guardar sigilo sobre informações ainda não divulgadas publicamente, o analista do *buy side* normalmente espera que as informações a ele repassadas sejam públicas.

1.5 No meu entendimento, estamos diante de um caso em que não vigora nenhuma presunção. Não se pode presumir que o analista de investimentos sabia do caráter sigiloso da informação, mas também não podemos presumir o contrário, pois ele é um investidor experiente e bem informado do mercado de capitais. Ou seja: temos de analisar todas as provas disponíveis para chegar a uma conclusão independente.

1.6 A meu ver, diversos fatos caracterizados nos autos indicam que os acusados não conheciam a natureza sigilosa das informações, a saber:

- i. a informação foi recebida em uma reunião de trabalho;
- ii. o analista menciona a informação por escrito em um relatório de análise, que foi entregue voluntariamente à CVM; e
- iii. o analista não negociou imediatamente com as ações, como era de se esperar, sendo que a primeira aquisição

comprovada nos autos foi feita quase dois meses depois da referida reunião.

1.7 Além disso, é no mínimo surpreendente notar que após a divulgação da referida informação, a cotação do papel não se alterou significativamente. Na verdade, os acusados continuaram adquirindo ações depois dessa data por preços inferiores àqueles pagos anteriormente.

1.8 Por exemplo: em 11 e 17 de julho de 1999, os acusados adquiriram ações da companhia por R\$49,95 e R\$49,99, respectivamente. Já em 20 de agosto de 1999, um dia após a divulgação da informação, os acusados adquiriram ações por R\$30.

1.9 É certo que, como aponta o relator, o lucro não é elemento necessário para a caracterização do ilícito em discussão. Todavia, a ausência de alteração nas cotações nos faz suspeitar que a informação já estava de alguma forma disseminada no mercado.

1.10 É claro que o vazamento da informação para o mercado também não impede a caracterização do ilícito. Todavia, esse provável vazamento torna ainda mais plausível o argumento da defesa de que os acusados desconheciam o caráter sigiloso da informação.

1.11 Por essas razões, acredito que não houve negociação com informação privilegiada. Voto, portanto, pela absolvição dos acusados Guilherme Messias Aché, JGP Nextar Fund, JGP S.A. e Gustavo Henrique Nunes Guedes.

2. Dever de Sigilo

2.1 Acredito que o foco da ação punitiva da CVM, neste caso, deva ser o acusado Roberto Estefano, que divulgou informação sigilosa a um analista do *buy side*. Essa conduta constitui flagrante violação ao dever de sigilo imposto pela lei e pela regulamentação ao administrador de companhia aberta.

2.2 Ressalte-se, ainda, que o acusado não tomou quaisquer medidas para remediar a situação. Pelo contrário, esperou quase seis meses para divulgar a informação ao mercado e ainda o fez de maneira equivocada, mediante simples nota explicativa nas demonstrações financeiras, sem publicar fato relevante nos jornais.

2.3 Por essas razões, voto pelo aumento da pena imposta ao acusado Roberto Estefano para R\$200 mil. Acredito que este valor seja mais condizente com a natureza do ilícito em questão e com a gravidade da conduta do acusado.

2.4 Em tudo mais, sigo o relator.

É como voto.

Marcos Barbosa Pinto

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Durval José Soledade Santos na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2005/0155 realizada no dia 21 de agosto de 2007.

Eu discordo, em alguns itens, tanto do voto do diretor-relator quanto do voto do diretor Marcos Barbosa Pinto.

O meu voto consiste na aplicação da pena de advertência para os acusados Guilherme Mexias Ache, JGP Nextar Fund e Gustavo Henrique Nunes Guedes.

Acompanho o voto do diretor Marcos Barbosa Pinto no que se refere ao aumento da pena de multa pecuniária para R\$ 200.000,00, em vez de R\$ 50.000,00, como propôs o diretor-relator.

Quanto aos demais acusados, acompanho a proposta de absolvição feita pelo Relator.

Durval Soledade

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2005/0155, realizada no dia 21 de agosto de 2007.

Eu vou acompanhar os fundamentos do voto do diretor Durval Soledade. A defesa me convenceu da boa-fé do acusado Guilherme Ache.

Aproveito para ressaltar que uma experiência recente em relação a essa questão da boa-fé me deixou mais receptivo para examinar condutas desse tipo, mas, ao mesmo tempo, acho que o acusado deveria ter sido mais diligente ao examinar melhor essa questão da informação.

Dessa forma, voto pela aplicação da pena de advertência aos acusados Guilherme Mexias Ache, JGP Nextar Fund e Gustavo Henrique Nunes Guedes; acompanho o voto do diretor Marcos Pinto no sentido de aumentar para R\$ 200.000,00 o valor da multa proposta para o acusado Roberto Estefano e acompanho o relator no que se refere às absolvições propostas.

Assim, proclamo o resultado do julgamento, que, por maioria de votos, se dá nos termos do meu voto acima enunciado e informo que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas e que os acusados punidos poderão, no prazo legal, interpor recurso voluntário ao mesmo Conselho.

Sergio Weguelin

Diretor

16 Esse também, é o entendimento tradicionalmente adotado pela *Securities and Exchange Commission* e já mencionado em outros julgados: "The SEC long has argued that trading while in knowing possession of material nonpublic information satisfies Rule 10b-5's scienter requirement". Fazendo referência ao caso *SEC v. Adler*, continua Stephen M. Bainbridge dizendo que a corte encarregada desse julgamento decidiu que "when an insider trades while in possession of material nonpublic information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence that there was no causal connection between the information and the trade—i.e., that the information was not used. Although defendant Pegram apparently possessed material nonpublic information at the time he traded, he introduced strong evidence that he had a plan to sell company stock and that that plan predated his acquisition of the information in question. If proven at trial, evidence of such a pre-existing plan would rebut the inference of use and justify an acquittal on grounds that he lacked the requisite scienter (*in* "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer", disponível em <http://ssrn.com/abstract=261277>).