

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 11/06

Acusados: Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda.

Hedging Griffó Asset Management S/A

Luis Stuhlberger

Relator: Marcos Barbosa Pinto

### RELATÓRIO

#### 1. Objeto do Processo

1.1 Trata-se de inquérito administrativo instaurado através da PORTARIA/CVM/SGE/Nº 141, de 22 de setembro de 2006, com a finalidade de apurar eventuais irregularidades em negócios realizados com ações de emissão da Tele Norte Leste Participações S/A ("TNL") e da Telemar Norte Leste S/A ("Tmar") nos dias 17 e 18 de agosto de 2006.

#### 2. Origem do Inquérito

2.1 Em 17 de abril de 2006, a Tmar e a TNL informaram ao mercado sua intenção de realizar uma reestruturação societária que envolvia ("Reestruturação"):

- i. incorporação de ações da TNL por sua controladora Telemar Participações S.A. ("TmarPart"); conversão voluntária de ações preferenciais da Tmar em ações ordinárias, seguida do resgate das ações não-convertidas; e migração dos titulares de ações ordinárias da Tmar para a TmarPart.

2.2 Na Reestruturação, atribuíam-se às ações de controle das companhias envolvidas um valor superior ao valor das demais ações ordinárias e, principalmente, ao valor das ações preferenciais.

2.3 A Reestruturação estava sujeita a um condição, qual seja, a realização de uma oferta pública secundária de ações de propriedade dos acionistas controladores da TmarPart a um preço por ação entre R\$2,6933 e R\$2,9768.

2.4 Em 16 de junho de 2006, as empresas comunicaram ao mercado que a Reestruturação havia sido suspensa. Como as condições do mercado haviam se alterado significativamente, a realização de uma oferta pública das ações da TmarPart ao preço desejado havia se tornado pouco provável.

2.5 Em 16 de agosto de 2006, após o fechamento do mercado, as empresas publicaram novo comunicado ao mercado, no qual abandonaram sua intenção de realizar a oferta pública secundária de ações da TmarPart. Segundo o comunicado, a Reestruturação prosseguiria sem essa condição.

2.6 O fato relevante de 16 de agosto de 2006 foi publicado à noite, após o encerramento do mercado, provocando reflexos nos dois pregões seguintes. No dia 18 de agosto de 2006, as ações ordinárias da TNL fecharam o pregão com valorização acumulada de mais de 8% em relação ao dia 16.

2.7 Ainda em 18 de agosto de 2006, após o fechamento do mercado, a CVM publicou o Parecer de Orientação nº 34, que dispõe sobre impedimento de voto em operações de incorporação de ações que atribuam diferentes valores para ações de uma mesma companhia.

2.8 Esse parecer de orientação teve impacto direto na Reestruturação, na medida em que sujeitou sua concretização à aprovação dos acionistas minoritários das companhias envolvidas. No pregão seguinte à divulgação do parecer, as ações ordinárias da TNL registraram desvalorização de aproximadamente 20%.

2.9 Durante esse período, a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 da CVM detectou negociações atípicas com ações das companhias nas bolsas de valores, sobretudo empréstimos de ações ordinárias da TNL em volume bastante superior ao normal na vésperas da edição do Parecer nº 34/06.

2.10 Essas investigações levaram o Presidente da CVM a publicar uma nota ao mercado, dando conta de suspeitas de vazamento do Parecer nº 34/06. Na seqüência, foi instaurado inquérito administrativo para apurar possíveis irregularidades nas negociações de ações das companhias envolvidas na Reestruturação ocorridas nos dias 17 e 18

de agosto de 2006.

### 3. Negócios com Ações

3.1 A comissão de inquérito concentrou sua análise nas negociações com ações ordinárias da TNL (" TNLP3"), destacando os seguintes fatos:

- i. nos dois pregões que se seguiram à divulgação do fato relevante de 16 de agosto de 2008, as ações TNLP3 tiveram alta acumulada de 8,82%;
- ii. no dia seguinte à publicação do Parecer n° 34/06, as ações TNLP3 caíram cerca de 20%;
- iii. entre a publicação do fato relevante e a edição do parecer, aumentou consideravelmente o volume de empréstimos de ações TNLP3, possivelmente para possibilitar vendas a descoberto do papel;
- iv. os maiores tomadores de ações TNLP3 em empréstimo eram Hedging-Griffo Verde FIM, Banco Itaú BBA S.A., Green HG Fund LLC, Tongy S.A.; e
- v. esses investidores venderam ações TNLP3 a descoberto antes da edição do Parecer de Orientação n° 34/06.

3.2 Aprofundando a investigação quanto a todos os fundos geridos pela Hedging Griffo Asset Management S.A. e pela Hedging Griffo Serviços Internacionais Ltda. (em conjunto, "HG"), a comissão de inquérito constatou o que segue:

- i. antes da publicação do fato relevante de 16 de agosto de 2006, os fundos administrados pela HG detinham uma posição de aproximadamente R\$57,8 milhões em ações ordinárias da Tmar ("TMAR3");
- ii. no dia 17 de agosto de 2006, entre a divulgação do fato relevante e a divulgação do Parecer n° 34/06, os fundos administrados pela HG realizaram empréstimos e vendas de TNLP3, ficando vendidos a descoberto em R\$27 milhões;
- iii. após essa data, os fundos administrados pela HG não alteraram significativamente sua posição até o final de agosto de 2006; e
- iv. no final de agosto de 2006, os fundos administrados pela HG registraram perdas de R\$8,44 milhões com o papel TMAR3 já detido em carteira e ganhos de R\$6,59 milhões com as vendas a descoberto realizadas com o papel TNLP3.

3.3 A comissão de inquérito também constatou que o Itaú BBA S.A. e a Tongy S.A. adotaram estratégias especulativas semelhantes à dos fundos administrados pela HG, porém em volume menor, obtendo resultados positivos em ambos os casos.

3.4 Além disso, a comissão de inquérito constatou que diversos outros investidores venderam grande parte de sua posição em TNLP3 nos dias 17 e 18 de agosto de 2006, após a publicação do fato relevante e antes da divulgação do parecer.

### 4. Vazamento do Parecer

4.1 Tendo detalhado os negócios realizados com ações das companhias envolvidas, a comissão de inquérito passou a investigar o possível vazamento do Parecer de Orientação n° 34/06.

4.2 No curso dessas investigações, a comissão de inquérito aventou, entre outras, a hipótese de que a HG tivesse realizado negócios "calcada em uma garantia da queda dos preços das ações ordinárias do grupo Telemar", garantia essa baseada em um "comunicado ao mercado a ser publicado pela AMEC, em que se criticava o processo de reestruturação do grupo Telemar".

4.3 Segundo a comissão de inquérito, os seguintes fatores levam à conclusão de que a "HG trabalhou com a certeza de que uma manifestação da AMEC contrária à operação teria o efeito de proporcionar uma queda significativa na cotação das ações ordinárias":

- i) as operações realizadas pela HG eram arrojadas, visto que representavam 22,5% das ações TNLP alienadas e 81% dos aluguéis desse papel no pregão de 17 de agosto de 2006;
- ii) a AMEC é formada pelos principais investidores do mercado de capitais brasileiros, inclusive a HG;

iii) a reunião em que a AMEC decidiu publicar o comunicado ao mercado ocorreu às 13hs. do dia 17 de agosto de 2006, na sede da própria HG, com a presença do principal executivo da HG; e

iv) o comunicado criticava a Reestruturação e reivindicava uma atuação mais contundente das autoridades competentes.

4.4 Diante desses fatos, a comissão de inquérito concluiu que a HG "se antecipou ao mercado, em operações conhecidas como front-running, e que realizou negócios baseando-se em uma informação que a colocava em vantagem sobre os demais participantes".

## 5. Acusação

5.1 Diante do exposto, a comissão de inquérito apontou a ocorrência de prática não-eqüitativa, nos termos do inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, vedada pelo inciso I dessa mesma Instrução.

5.2 Essa infração foi imputada a:

- i. Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda., na qualidade de instituição gestora dos fundos Green HG Fund, LLC e HG Global Macro Master Fund, LP;
- ii. Hedging Griffó Asset Management S.A., na qualidade de instituição gestora dos fundos Hedging Griffó Verde 14 Fundo de Investimento Multimercado; Hedging Griffó Verde Fundo de Investimento Multimercado; Hedging Griffó Verde Master Fundo de Investimento Multimercado; HG Agar Fundo de Investimento Multimercado; HG Beta 14 Fundo de Investimento em Ações; HG Camino Fundo de Investimento em Ações; HG Carteira Administrada – Real Fundo de Investimento Multimercado; HG Cerejeira Fundo de Investimento em Ações; HG Hiper Fundo de Investimento Multimercado; HG Master Fundo de Investimento em Ações; HG Pilar Fundo de Investimento Multimercado; HG Private Fundo de Investimento Multimercado; HG Raphael Fundo de Investimento em Ações; HG Star Fundo de Investimento Multimercado; HG Top – Fundo de Investimento Multimercado; HG Top 30 Fundo de Investimento Multimercado; HG Turbus Fundo de Investimento em Ações; e
- iii. Luis Stuhlberger, na qualidade de diretor da AMEC e diretor responsável perante a CVM pelas instituições gestoras acima.

## 6. Defesa

6.1 Os acusados apresentaram os seguintes esclarecimentos e razões de defesa:

- i. a HG vendeu TNLP3 a descoberto para proteger uma posição ainda maior detida em TMAR3 contra o risco de que a Reestruturação não se concretizasse;
- ii. com a divulgação do fato relevante de 16 de agosto de 2006, a razão entre os papéis ordinários e preferenciais das companhias ficou muito próxima da proposta na Reestruturação;
- iii. caso a Reestruturação se concretizasse, o papel TMAR3 subiria muito pouco, mas se ela não se concretizasse, as perdas seriam grandes;
- iv. para se proteger contra esse risco, os fundos da HG realizaram vendas a descoberto com o papel TNLP3;
- v. essas operações foram iniciadas logo pela manhã do dia 17 de agosto de 2006, enquanto que a reunião da AMEC só foi realizada à tarde;
- vi. o comunicado da AMEC ao mercado sobre a Reestruturação não estava inicialmente previsto na pauta da reunião;
- vii. Luis Stuhlberger só tomou conhecimento do comunicado após o início da reunião;
- viii. pronunciamentos da AMEC normalmente não afetam o mercado;
- ix. o comunicado ao mercado da AMEC sequer foi publicado;
- x. os negócios realizados não são arrojados, pois representam parcela pequena do patrimônio dos fundos e foram destinados a proteger posições já detidas pelos mesmos;
- xi. outros investidores, que não participavam da diretoria da AMEC, adotaram estratégias semelhantes;

- xii. mesmo assumindo a veracidade dos fatos narrados na acusação, não se entende como a conduta dos acusados possa caracterizar front running, pois os fundos administrados pela HG não se adiantaram a nenhum investidor específico; e
- xiii. mesmo assumindo a veracidade dos fatos narrados na acusação, não teria havido, no caso, qualquer tratamento diferenciado ou situação de desequilíbrio que pudesse caracterizar infração à Instrução CVM nº 8/79.

É o relatório.

## **VOTO**

1. A comissão de inquérito afirma que os acusados "se antecip[aram] ao mercado, em operações conhecidas como front-running, e que realiz[aram] negócios baseando-se em uma informação que a colocava em vantagem sobre os demais participantes".
2. Segundo a comissão de inquérito, os acusados "trabalh[aram] com a certeza de que uma manifestação da AMEC contrária à operação teria o efeito de proporcionar uma queda significativa na cotação das ações ordinárias".
3. Essa conduta, segundo a comissão de inquérito, constitui prática não-eqüitativa, conforme definida no inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, e vedada pelo inciso I desta mesma Instrução.
4. Tenho minhas dúvidas de que, mesmo se os fatos e inferências feitos pela comissão de inquérito fossem verdadeiros e comprovados, estaríamos diante de uma prática não-eqüitativa, vedada pela Instrução CVM nº 8/79.
5. Contudo, acho desnecessário ingressar nessas discussões jurídicas, pois os fatos deste caso, a meu ver, falam por si só, indicando claramente que os acusados devem ser absolvidos.
6. Em primeiro lugar, cumpre destacar que os negócios realizados pelos fundos administrados pela HG faziam todo o sentido econômico, embora envolvessem riscos.
7. Após a publicação do fato relevante de 16 de agosto de 2006, em que a oferta pública de ações da TmarPart deixou de ser condição da operação, a razão entre o valor das ações ordinárias e preferenciais das companhias envolvidas ficou bem próxima da relação de troca prevista na Reestruturação e muito distante da razão histórica entre esses papéis.
8. Em março de 2006, antes do anúncio da Reestruturação, a relação entre as ações ordinárias (TNLP3) e preferenciais (TNLP4) da TNL era de aproximadamente 1,35:1. No dia 17 de agosto de 2006, a cotação das ações no pregão indicava uma razão de 2,4:1, valor muito próximo à relação de troca da Reestruturação, que era de 2,6:1.
9. Nesse cenário, os fundos da HG pouco teriam a ganhar caso a Reestruturação se concretizasse – algo em torno de 8%, segundo estimavam os investidores – visto que sua carteira era composta de TMAR3, que são ações ordinárias.
10. Por outro lado, caso a Reestruturação fosse frustrada, os fundos administrados pela HG teriam perdas significativas – algo entre 20% – pois TMAR3 havia se valorizado bastante desde a divulgação da Reestruturação e, sobretudo, após a divulgação do fato relevante de 16 de agosto de 2006.
11. Logo, a estratégia dos fundos da HG de vender TNLP3 a descoberto fazia todo sentido econômico, mesmo na ausência de qualquer informação privilegiada.
12. Tanto essa estratégia fazia sentido que ela foi adotada por outros investidores, de forma independente, como o Banco Itaú BBA S.A. e a Tongy S.A., que não foram acusados pela comissão de inquérito.
13. Em segundo lugar, os negócios realizados pelos fundos administrados pela HG não me parecem tão arrojados quanto a comissão de inquérito parece acreditar. E, ainda que o fossem, isso não implicaria qualquer infração às normas em vigor.
14. Os negócios não me parecem tão arrojados porque eles se destinavam a evitar perdas com posições pré-existentes e não a auferir lucros especulativos. As vendas a descoberto realizadas com TNLP3 apenas diminuía o risco de perdas com TMAR3 e, ainda assim, não completamente.
15. Lembre-se que, no final do mês de agosto, os fundos administrados pela HG registraram perdas com TMAR3 da

ordem de 8,44 milhões e ganhos com as vendas a descoberto de TNL3 de apenas R\$6,59 milhões. Portanto, os fundos não obtiveram ganhos líquidos com as vendas a descoberto.

16. Em terceiro lugar, os negócios com TNLP3 foram realizados antes da reunião da AMEC. Segundo as informações que constam dos autos, as vendas a descoberto foram realizadas na manhã do dia 17 e a reunião da diretoria da AMEC só se realizou à tarde, a partir das 13h.

17. Aliás, nada nos autos indica que os acusados sabiam que, naquela reunião, a AMEC aprovaria a publicação de um comunicado condenando a Reestruturação. Tal comunicado não constava da ordem do dia da reunião, tendo sido introduzido extra-pauta a pedido de outro membro da instituição.

18. Em quarto lugar, não acredito que um comunicado da AMEC condenando a Reestruturação fosse capaz de influenciar significativamente a cotação das ações das companhias envolvidas. Os comunicados da AMEC não tem força suficiente para isso.

19. Esta constatação, que não passa de senso comum, foi reforçada pela defesa, que trouxe aos autos diversos casos em que a AMEC se pronunciou contrariamente a operações sem que isso tivesse ocasionado qualquer alteração relevante no mercado.

20. No que tange especificamente à Reestruturação, vale lembrar que a AMEC é uma associação de investidores minoritários. E, antes da edição do Parecer nº 34/06, esses investidores dificilmente seriam capazes de impedir a realização da Reestruturação.

21. O que nos traz ao quinto e último elemento relevante para decidir este caso: os negócios realizados pela HG só foram bem sucedidos porque a CVM editou o Parecer de Orientação nº 34/06, não por causa do comunicado da AMEC.

22. Vale lembrar que esse comunicado não foi sequer publicado. Portanto, ainda que os acusados soubessem que a AMEC publicaria um comunicado condenando a operação; e ainda que tal comunicado pudesse ter impacto no mercado, o fato é que esse comunicado não foi a causa dos ganhos obtidos pelos fundos administrados pela HG.

23. Por tudo isso, entendo que os acusados não adotaram qualquer prática não-equitativa, devendo ser completamente absolvidos da acusação que lhes foi feita pela comissão de inquérito da CVM.

É como voto.

Rio de Janeiro, 4 de março de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

DIRETOR

#### **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 11/06**

Voto proferido pelo Diretor Eli Loria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/06 realizada no dia 04 de março de 2008.

Senhora presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Eli Loria

DIRETOR

#### **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 11/06**

Voto proferido pela presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM 11/06 realizada no dia 04 de março de 2008.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu absolver a Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffó Asset Management S/A e Luis Stuhlberger da acusação de prática não eqüitativa, informando, por fim, que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional das absolvições ora proferidas.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

PRESIDENTE

**Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo**

**Sancionador CVM Nº 11/06**

Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda.

Acusados: Hedging Griffó Asset Management S/A

Luis Stuhlberger

Ementa: **Imputação de prática não eqüitativa, nos termos do inciso II, alínea d, da Instrução CVM nº 08/79, infração vedada pelo inciso I da mesma Instrução. Absolvição.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu absolver a Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffó Asset Management S/A e Luis Stuhlberger da acusação de prática não eqüitativa.

Presente o advogado Julian Fonseca Peña Chediak, representante dos acusados Hedging Griffó Serviços Internacionais Ltda., Hedging Griffó Asset Management S/A e Luis Stuhlberger.

Presente o procurador Marcos Martins Davidovich, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Marcos Barbosa Pinto, relator, Eli Loria e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Ausentes os diretores Durval Soledade e Sergio Weguelin, que se declararam impedidos de participar da sessão de julgamento.

Rio de Janeiro, 04 de março de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento