

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2012/13605

- Acusados: Cell Participações e Administração Ltda.
Ekika Empreendimentos e Participações S.A.
Frederico Kuehnrich Neto
Luis Frederico Kuehnrich
Luiz Fernando Brandt
Marcello Stewers
Mario John
Monte Claro Participações e Serviços S.A.
Riverdale Consultoria Ltda.
Rolf Kuehnrich
- Ementa: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários – Não atualização tempestiva do Formulário de Referência. Absolvição, inabilitação e proibição temporárias e Multas.
- 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:
1. Com fulcro no inciso VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar à Ekika Empreendimentos e Participações S.A. a penalidade de proibição temporária pelo prazo de cinco anos de atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
 2. Com fulcro no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar ao acusado Marcello Stewers a penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de dois anos para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
 3. Com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar ao acusado Marcello Stewers a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 50.000,00, por não ter mantido atualizado tempestivamente o Formulário de Referência da companhia com informações relativas ao aumento de capital, bem como referentes às participações acionárias de acionistas controladores, em infração ao disposto no art. 24, *caput*, e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009;
 4. Com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar à Cell Participações e Administração Ltda. a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00, por ter concorrido para a prática não equitativa

no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;

5. Com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar à Monte Claro Participações e Serviços S.A. a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da instrução CVM nº 08/79;
6. Com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar aos acusados Frederico Kuehnrich Neto, Rolf Kuehnrich, Luis Frederico Kuehnrich, Mário John e Luiz Fernando Brandt a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79; e
7. Absolver a Riverdale Consultoria Ltda. da acusação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, a decisão absolutória transita em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Proferiu defesa oral a advogada Renata Moritz, representando os acusados Cell Participações e Administração Ltda., Frederico Kuehnrich Neto, Luis Frederico Kuehnrich, Luiz Fernando Brandt, Marcello Stewers, Mario John, Monte Claro Participações e Serviços S.A. e Rolf Kuehnrich.

Presente a Procuradora-federal Milla Aguiar, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Pablo Renteria, Relator, Gustavo Tavares Borba, Henrique Balduino Machado Moreira, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2016.

Pablo Renteria
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2012/13605

Acusados: Marcello Stewers
Frederico Kuehnrich
Rolf Kuehnrich
Luis Frederico Kuehnrich
Mário John
Luiz Fernando Brandt
Monte Claro Participações e Serviços S.A.
Cell Participações e Administração Ltda.
Ekika Empreendimentos e Participações S/A
Riverdale Consultoria Ltda.

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (itens I e II, d, da Instrução CVM nº 08/1979), atualização intempestiva do Formulário de Referência e não divulgação de informações relativas à participação acionária dos controladores (art. 24, caput, e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009).

Relator: Pablo Renteria

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP para apurar a responsabilidade de Marcello Stewers, Frederico Kuehnrich Neto (“Frederico Kuehnrich”), Rolf Kuehnrich, Luis Frederico Kuehnrich (“Luis Kuehnrich”), Mário John e Luiz Fernando Brandt (“Luiz Brandt”), administradores da Teka – Tecelagem Kuehnrich S.A. (respectivamente, quando mencionados em conjunto, “Administradores” e “Teka” ou “Companhia”), de Monte Claro Participações e Serviços S.A. (“Monte Claro”) e Cell Participações e Administração Ltda. (“Cell”, ou, quando em conjunto com Monte Claro, “Controladores”), acionistas controladores da Teka, bem como de EKIKA Empreendimentos e Participações S.A. (“Ekika”) e Riverdale Consultoria Ltda. (“Riverdale”), por conta de supostas irregularidades envolvendo falhas informacionais, em violação ao disposto no art. 24,

caput e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009¹, e a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em descumprimento ao disposto nos itens I e II, d, da Instrução CVM nº 08/1979².

2. Este processo sancionador tem origem no Processo CVM nº RJ2012/3776, instaurado após a veiculação de notícia na imprensa a respeito do aumento de capital deliberado, em 3.4.2012, pelo Conselho de Administração da Companhia.

II. DO AUMENTO DE CAPITAL

3. Em 9.11.2011, a Teka divulgou fato relevante (fl. 306) informando a celebração de acordo para abertura de linha de subscrição de ações (“Acordo de Subscrição”), do qual eram partes, além da própria Companhia, os Controladores, a Ekika e a Riverdale, sendo as duas últimas sociedades coligadas ao GEM Global Yield Fund Limited (“Fundo GEM”)³.

4. De acordo com o fato relevante, por meio do Acordo de Subscrição, a Companhia, a qualquer momento dentro do prazo de três anos, teria a opção de solicitar à Ekika, mediante uma ou mais notificações, a subscrição de ações preferenciais de sua emissão até o limite de R\$ 110.000.000,00, respeitado o direito de preferência dos demais acionistas. O preço de emissão das ações a serem subscritas pela Ekika seria equivalente a 89,5% do preço médio dos quinze pregões anteriores à respectiva chamada de capital.

5. Ainda de acordo com o fato relevante, a Ekika teria a intenção de manter participação societária na Companhia até o limite de 5% de cada espécie ou classe de ação. No entanto, durante o prazo de três anos, poderia tornar-se temporariamente titular de ações preferenciais representativas de até 15% de tal espécie de ações.

6. Em 7.2.2012⁴, a Companhia encaminhou aviso prévio à Ekika informando a intenção de solicitar saque inicial da linha de subscrição de ações. No dia 15.2.2012, a Companhia notificou a Ekika solicitando o saque. A notificação continha informações sobre o saque, inclusive o valor da subscrição e a quantidade de ações preferenciais a serem emprestadas.

7. Em 7.3.2012, a Ekika divulgou fato relevante informando ao mercado a futura subscrição de ações (fl. 307). No fato relevante, a Companhia informou que, até 4.4.2012, o Conselho de Administração aprovaria o aumento de capital até o valor máximo de R\$ 11.800.000,00. Informou ainda que os Controladores cederiam seus direitos de preferência para viabilizar a subscrição de ações preferenciais pela Ekika. A Monte Claro, por sua vez, exerceria seu direito de preferência para subscrever ações ordinárias da Companhia.

8. O fato relevante também informou que o preço de emissão das ações seria fixado pelo Conselho de Administração, nos termos do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976⁵, aplicando-se deságio de 10,5% sobre a “*média simples da cotação das ações preferenciais de emissão da Companhia no fechamento dos pregões a serem realizados na BM&FBOVESPA entre 8 de março de 2012 e 28 de março de 2012, (...) devendo ser desconsiderados para o cálculo de tal valor os dias em que (i) a cotação das ações preferenciais no fechamento do pregão for inferior a R\$ 1,00 (um real); (ii) as ações da*

Companhia não forem negociadas na BM&FBOVESPA; ou (iii) for verificado qualquer evento que afete adversamente e de forma relevante a Companhia, seus negócios ou a cotação de suas ações” (fl. 307).

9. Em 3.4.2012, o Conselho de Administração aprovou aumento de capital no valor mínimo de R\$ 2.013.730,00 e máximo de R\$ 15.018.801,25, com a emissão de, no mínimo, e, no máximo, respectivamente, 536.996 e 4.005.015 ações ordinárias e 1.073.989 e 8.010.027 ações preferenciais (fl. 171). O preço de emissão foi fixado em R\$ 1,25 por ação.

10. A Ekika, com os direitos de preferência que lhe foram cedidos, concordou em subscrever, pelo menos, 1.073.989 ações preferenciais, a fim de assegurar parte da subscrição mínima, enquanto o restante seria subscrito pelos Controladores. Os Controladores também se comprometeram a subscrever a quantidade de ações ordinárias necessária para manter a proporção de ações preferenciais dentro do limite legal de 2/3 do capital social, obrigando-se, dessa forma, caso fosse necessário, a subscrever eventuais sobras de ações ordinárias.

11. Ainda em 3.4.2012, foi divulgado aviso aos acionistas em que as principais condições do aumento de capital a ser realizado pela Companhia foram reiteradas e algumas informações sobre a operação foram acrescentadas.

12. Nessa oportunidade, a Teka afirmou que a opção pela cotação das ações preferenciais como critério para fixação do preço de emissão tanto das ações preferenciais quanto das ações ordinárias se justificaria pelo fato de que estas últimas não possuíam liquidez no mercado. Ademais, o deságio de 10,5% aplicado teria por objetivo incentivar os acionistas minoritários a participarem do aumento de capital.

13. No que concerne à integralização das ações subscritas, a Companhia informou que Ekika, Cell e Monte Claro poderiam optar por integralizar as ações que lhe coubessem em moeda corrente nacional ou mediante a capitalização de créditos detidos contra a Teka. Os demais acionistas que exercessem o direito de preferência integralizariam as ações adquiridas à vista, em moeda corrente nacional, no ato da subscrição.

14. Em 9.5.2012, foi divulgado novo aviso aos acionistas informando (i) o encerramento do prazo para subscrição de ações em 4.5.2012; (ii) a subscrição de 3.498.686 ações ordinárias e 1.084.634 ações preferenciais ao preço de emissão de R\$ 1,25, perfazendo o montante total subscrito de R\$ 5.729.150,00; e (iii) o período de 10.5.2012 a 16.5.2012 para subscrição, por aqueles acionistas que realizarem pedido firme de aquisição de sobras, das 506.328 ações ordinárias e 6.925.393 ações preferenciais restantes.

15. Conforme novo aviso aos acionistas, divulgado em 21.5.2012, ao final do período de subscrição de ações e do prazo para aquisição de sobras, encerrados, respectivamente, em 4.5.2012 e 16.5.2012, foram subscritas 4.004.943 ações ordinárias e 7.956.507 ações preferenciais, totalizando o valor de R\$ 14.951.812,50, que representou 99,55% do valor máximo previsto para o aumento.

16. Em 30.5.2012, após o período concedido aos acionistas para reconsideração da decisão de investimento, foi divulgado novo aviso aos acionistas informando a realização da reunião do Conselho de Administração que homologou o aumento de capital no valor de R\$ 14.944.721,25.

III. DA ANÁLISE DA SEP

17. Em 13.6.2012, a SEP encaminhou ofício à Teka⁶ por meio do qual solicitou manifestação da Companhia sobre a operação, notadamente sobre o eventual empréstimo de ações pelos Controladores à Ekika.

18. Em resposta (fls. 25 a 30), a Companhia esclareceu, principalmente, que, em paralelo ao Acordo de Subscrição, os Controladores e a Ekika celebraram contrato de empréstimo de ações, por meio do qual aqueles se obrigaram a emprestar ações preferenciais de emissão da Companhia à Ekika.

19. A quantidade de ações objeto do empréstimo deveria corresponder ao valor indicado pela Teka na solicitação de subscrição encaminhada à Ekika por ocasião da chamada de capital, sendo que tais ações deveriam ser devolvidas aos Controladores após a homologação do aumento de capital. Por consequência, nos termos do contrato de empréstimo, os Controladores da Companhia emprestaram à Ekika 1.073.989 ações preferenciais.

20. Informou ainda que, durante o período de subscrição, os Controladores cederam seus direitos de preferência para subscrição de ações preferenciais à Ekika, conforme disposto no Acordo de Subscrição, tendo a Ekika subscrito e integralizado 1.073.989 ações preferenciais, no valor total de R\$ 1.342.486,20. De acordo com a resposta, o conselho de administração reuniu-se em 30.5.2012 e homologou parcialmente o aumento de capital, no valor total de R\$ 14.944.721,25, mediante a emissão de 4.004.907 ações ordinárias e 7.950.870 ações preferenciais.

21. Quanto à influência da operação no mercado, a Companhia afirmou que a quantidade de ações objeto do contrato de empréstimo foi dimensionada de forma compatível com o mercado, evitando qualquer influência indevida sobre este. Por fim, relatou que a participação da Ekika no capital social da Teka não superou, em decorrência da operação, em nenhum momento, 2,15%. Assim, não houve qualquer influência indevida no mercado.

22. Diante da resposta apresentada pela Companhia, a SEP encaminhou novos ofícios⁷ solicitando informações sobre os seguintes pontos: (i) o empréstimo de ações celebrado entre os Controladores e a Ekika; (ii) a posição acionária da Ekika na Companhia em diferentes datas; (iii) o Adiantamento para Futuro Aumento de Capital realizado pela Ekika, nos termos da cláusula 2.4.b do Acordo de Subscrição (“AFAC”)⁸; e (iv) o resultado do aumento de capital aprovado pelo Conselho de Administração em 3.4.2012.

23. Em resposta, a Teka apresentou manifestações⁹, esclarecendo, em suma, que o contrato de empréstimo de ações foi celebrado em 24.2.2012, tendo as 1.073.989 ações preferenciais sido transferidas pelos Controladores à Ekika em 29.2.2012. Tais ações foram restituídas aos Controladores em 5.6.2012.

24. No que concerne à participação da Ekika no capital social da Companhia, informou que a sociedade possuía 1.073.989 ações preferenciais em 7.3.2012 e que, nos dias 28.3.2012 e 3.4.2012, já não detinha mais nenhuma ação de emissão da Teka.

25. Quanto às datas e aos valores referentes ao AFAC, nos termos das cláusulas 2.4.b e 4.1 do Acordo de Subscrição, a Companhia informou que o primeiro adiantamento foi realizado em 15.2.2012, no valor de R\$ 132.194,08. A complementação para subscrição do aumento de capital foi realizada em 30.3.2012, no valor de R\$ 801.014,14. Ainda nessa mesma data, foi realizado pagamento no valor de R\$ 412.500,00, referente à taxa prevista na cláusula 2.5 do Acordo¹⁰.

26. Conforme apontado pela Companhia, os resultados da operação de aumento de capital, notadamente o número de ações subscritas e a forma de integralização pelos Controladores e pela Ekika, estão refletidos nas tabelas a seguir:

Resultado do Aumento de Capital

| <u>Acionista</u> | <u>Ações ords. subscritas</u> | <u>Ações prefs. subscritas</u> | <u>Total ações subscritas</u> | <u>Forma de pagamento</u> |
|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| Monte Claro | 3.873.016 | 3.657.423 | 7.530.439 | Créditos |
| Cell | 108.138 | 1.600.000 | 1.708.138 | Créditos |
| Ekika | - | 1.073.989 | 1.073.989 | Dinheiro |
| Outras afiliadas à GEM | - | - | - | |
| Outros acionistas relevantes* | 23.283 | 1.606.919 | 1.630.202 | Créditos |
| Demais acionistas | 470 | 12.539 | 13.009 | Dinheiro/Créditos |
| TOTAL | 4.004.907 | 7.950.870 | 11.955.777 | |

*R.M.M.F. Participações Ltda. e Rolf Kuehnrich

Natureza dos Créditos Utilizados

| <u>Acionista</u> | <u>Natureza do Crédito</u> | <u>Valor (R\$)</u> |
|-------------------------------|----------------------------|----------------------|
| Monte Claro | Mútuo | 9.413.048,75 |
| Cell | Mútuo | 2.135.172,50 |
| R.M.M.F. Participações Ltda. | Mútuo | 2.034.688,75 |
| Rolf Kuehnrich | Mútuo | 3.063,75 |
| Transportadora Itanorte Ltda. | Duplicata | 43,75 |
| TOTAL | | 13.586.017,50 |

27. Nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008¹¹, a SEP encaminhou novos ofícios¹² aos Administradores e Controladores da Teka, bem como às sociedades Ekika e Riverdale, solicitando manifestações sobre a operação de aumento de capital e os contratos firmados pela Companhia, com destaque para questões envolvendo a divulgação

de informações, a precificação das novas ações emitidas e a participação dos Controladores.

28. Em resposta protocolada em 15.10.2012 (fls. 275 a 277), Marcello Stewers, diretor-presidente e diretor de relações com investidores da Teka à época dos fatos, reconheceu que as informações relativas à operação de aumento de capital não teriam sido incluídas na primeira versão do Formulário de Referência 2012, protocolada em 31.5.2012. Isso porque, segundo o acusado, a reunião do Conselho de Administração que homologou o aumento de capital teria ocorrido na véspera da data para apresentação do Formulário de Referência, que, naquele momento, já se encontrava pronto.

29. Quanto à divulgação de informações sobre o aumento de capital, afirmou que a Companhia teria entendido que a divulgação do empréstimo de ações realizado entre os Controladores e a Ekika não era necessária, uma vez que esta poderia manter tais ações em sua carteira, sem obrigatoriedade de venda. Ademais, teria sido estabelecido, no Acordo de Subscrição, limite para o volume de negociações de tais ações pela Ekika, visando evitar a sua influência no volume de ações negociadas da Companhia.

30. Dessa forma, não haveria a percepção, pelo mercado, da entrada de novo investidor de longo prazo na Companhia. Nesse sentido, argumentou que a redação do fato relevante publicado em 9.11.2011¹³ teria deixado clara a natureza temporária do investimento da Ekika.

31. No que concerne ao preço de emissão das ações, Marcello Stewers destacou que *“o fato de ser estabelecido nos termos da Linha de Subscrição de Ações contratada com a Ekika em nada prejudicou a Companhia e seus acionistas”* (fl. 276), visto que era do interesse da Teka obter preço de emissão mais alto. Dessa forma, o preço teria sido alcançado com o conhecimento do mercado sobre o período de precificação estabelecido. *“Entretanto, a resposta do mercado não foi a esperada, e o interesse na subscrição de novas ações foi pequeno”* (fl. 276).

32. Segundo o acusado, foi o receio de o aumento de capital não se concretizar, ou ser substancialmente menor do que o esperado, que levou os Controladores a utilizarem créditos que possuíam em face da Companhia para subscrever ações ao preço de R\$ 1,25, valor acima da cotação em bolsa. Tal subscrição não representava bom negócio do ponto de vista econômico, mas evidenciaria a preocupação dos Controladores de assegurar a realização do aumento de capital.

33. Em 22.10.2012, Ekika e Riverdale apresentaram manifestação conjunta (fls. 281 a 288), reiterando os principais termos do Acordo de Subscrição e esclarecendo algumas questões sobre o empréstimo de ações dos Controladores à Ekika e a negociação destas ações no mercado. Inicialmente, destacaram que *“a venda das ações pela Ekika não é condição para a sua obrigação de subscrever o aumento de capital e os recursos a serem aportados na Teka pela Ekika não são necessariamente originados pela venda das ações emprestadas”* (fl. 281).

34. Argumentaram que, qualquer que fosse a origem dos recursos utilizados para subscrição das ações de emissão da Teka, fato é que tais recursos eram próprios da Ekika. Diante disso, conforme apontado pelas sociedades ligadas ao Fundo GEM, seria equivocado concluir que a Teka não recebeu novos recursos para suas operações ou ainda que o aumento de capital não teria ocorrido.

35. No que concerne às negociações com ações de emissão da Companhia, ressaltaram que tais operações teriam ocorrido após a divulgação dos termos do aumento de capital ao mercado por meio do fato relevante publicado em 7.3.2012 e que em momento algum a Ekika teria se encontrado em posição não equitativa com relação aos demais acionistas, uma vez que teria observado todas as disposições legais e regulatórias. Acrescentaram ainda que a participação da Ekika no capital social da Teka não teria superado 2,15%.

36. Ademais, destacaram que seria possível depreender do fato relevante publicado em 9.11.2011 o caráter temporário do investimento da Ekika na Companhia, bem como a possibilidade daquela vir a adquirir ações de emissão da Teka durante a vigência do Acordo de Subscrição.

37. Por fim, quanto ao processo de formação do preço de emissão das ações, asseveraram que, conforme o previsto no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976, teria sido considerado o preço de mercado, mais especificamente as cotações dos 15 dias anteriores ao início da subscrição, bem como deságio em conformidade com os padrões usuais.

38. Os acusados Frederico Kuehnrich, Luis Frederico, Rolf Kuehnrich, Mário John e Luiz Brandt e os Controladores apresentaram respostas com conteúdo similar à manifestação de Marcello Stewers¹⁴.

IV. DA ACUSAÇÃO

39. Diante dos fatos acima apurados, em 12.11.2012, a SEP apresentou termo de acusação (fls. 334 a 374) em face dos Administradores, dos Controladores, de Ekika e de Riverdale.

IV.a. DA FALTA DE ATUALIZAÇÃO DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

40. No que concerne às infrações imputadas ao diretor de relações com investidores Marcello Stewers, a área técnica destacou que, de acordo com o art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, em se tratando de alteração do capital social, a Companhia deve promover a atualização dos campos correspondentes do Formulário de Referência no prazo de até sete dias úteis contados da ocorrência do fato.

41. Não obstante a operação de aumento de capital ter sido homologada na reunião do Conselho de Administração realizada em 30.5.2012, na primeira versão do Formulário de Referência de 2012, protocolada em 31.5.2012, as informações de que tratam os itens 17.1 e 17.2, relativas ao capital social da Companhia, não estariam atualizadas. A

atualização somente teria ocorrido em 30.7.2012, com o envio da segunda versão do aludido Formulário.

42. Além disso, a acusação destacou que os acionistas controladores R.M.M.F. Participações Ltda. e Rolf Kuenhrich subscreveram ações no aumento de capital. No entanto, tal informação não teria sido divulgada de forma explícita no Formulário de Referência 2012 da Teka apresentado após o aumento de capital.

43. Assim, segundo o entendimento da SEP, restaria comprovada a infração ao disposto no art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009.

IV.b. DA OCORRÊNCIA DE PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

44. De acordo com a acusação, o aumento de capital, do modo como foi conduzido, configuraria prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Tal conclusão é sustentada pelas seguintes evidências encontradas pela área técnica da CVM no curso do procedimento apuratório.

Procedimento de fixação do preço de emissão

45. Com relação à fixação do preço de emissão das ações, ressaltou que, nos termos do Acordo de Subscrição e conforme divulgado por meio do fato relevante de 7.3.2012, seria aplicado deságio de 10,5% sobre a média simples da cotação das ações preferenciais de emissão da Companhia no fechamento dos últimos 15 pregões realizados na BM&FBovespa, entre 8.3.2012 e 28.3.2012.

46. O preço, assim, *“não foi estabelecido com base em cotações históricas, mas em cotações apuradas em período futuro em relação ao anúncio daquele aumento. Desta forma, o próprio ‘mercado’, já ciente da ocorrência do aumento de capital e do período de precificação, pode influir na precificação do próprio aumento”* (fl. 354). Por isso, *“dificilmente tais cotações ‘futuras’ representariam o real ‘valor econômico da ação’ de que fala a exposição de motivos da LSA e que deveria pautar o estabelecimento do preço de emissão da nova ação em aumento de capital”* (fl. 354).

47. Para a acusação, tal procedimento, além de basear-se em cotações futuras, compreenderia curto período de tempo, o que agravaria o risco de manipulação das cotações.

48. Nessa direção, a área técnica verificou que, nos 15 pregões realizados durante o período de precificação, as médias diárias do número de negócios e de títulos negociados foram, respectivamente, 2,1 e 2,5 vezes maiores do que aquelas observadas nos 15 pregões anteriores ao período. A diferença seria ainda maior se comparada aos 15 pregões posteriores ao período de precificação (respectivamente, 4,8 e 6,1 vezes maiores).

49. Adicionalmente, a acusação afirmou que, *“[c]omo é conhecido e abordado pela teoria financeira, o simples anúncio de uma emissão primária de ações, via de regra, tem o condão de pressionar para baixo as cotações em mercado das ações de emissão da*

companhia” (fls. 355-356). Dessa maneira, as cotações futuras que serviriam de referência para a precificação das ações já estariam afetadas por esse fator.

50. A SEP destacou que, segundo as práticas usuais de mercado, o preço de emissão é fixado com base no preço médio ponderado pelo volume de negociação¹⁵. No entanto, no presente caso, teria sido observada a média simples, de modo que a precificação estava sujeita à influência de negócios pouco representativos, cursados a preços abaixo nos últimos instantes de funcionamento do pregão, o que viabilizaria a manipulação do preço de emissão.

51. Afirmou, ademais, que a justificativa pormenorizada do preço de emissão, exigida pelo §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976¹⁶, deve ter em vista o preço de emissão já determinado, e não a determinar. Além disso, em que pese a alegação da Companhia no sentido de que o deságio aplicado teria por objetivo incentivar os acionistas minoritários a participarem do aumento de capital, argumentou que o procedimento adotado para precificação das ações procurava atender ao Acordo de Subscrição firmado com a Teka.

Empréstimo de ações feito pelos Controladores em favor da Ekika

52. De outra parte, a Acusação destacou que a Ekika celebrou Acordo de Subscrição com a Companhia que a permitiria receber ações emprestadas pelos Controladores e negociá-las no mercado durante o período de precificação do aumento de capital, utilizando, então, o montante arrecadado para subscrever ações. Assim, segundo o entendimento da área técnica, a Ekika não teria aportado na Companhia recursos próprios.

53. Tal informação, no entanto, teria sido omitida do mercado durante o período de precificação. Em nenhum momento durante a operação de aumento de capital, a existência do contrato de empréstimo de ações celebrado entre a Ekika e os Controladores, ou a possibilidade de negociação de tais ações no mercado, teria sido divulgada.

54. Desse modo, no entendimento da SEP, os investidores e os demais acionistas da Companhia poderiam ter sido induzidos a acreditar, equivocadamente, que haveria a entrada de novo investidor disposto a aportar volume considerável de recursos próprios na Companhia.

55. Segundo a acusação, a estrutura da operação de aumento de capital da Companhia possibilitaria à Ekika, além da remuneração contratual de 1,5% do valor da linha de subscrição, “*um ganho quase sem risco*” (fl. 363), proveniente da diferença entre o montante obtido com a venda das ações emprestadas pelos Controladores e o preço pago pela subscrição de ações de emissão da Companhia, haja vista o deságio de 10,5% em relação ao preço médio das cotações de mercado durante o período de precificação.

56. Caso o preço médio das ações alienadas pela Ekika coincidisse com o preço médio do período de precificação, ela teria como lucro o valor do deságio. Se conseguisse alienar os papéis por preço médio superior àquele do período de precificação, seus ganhos seriam ainda maiores.

57. Com base na análise dos dados de mercado, a SEP verificou que os negócios efetuados pela Ekika, durante o período de precificação, representaram parcela significativa do total efetuado com ações preferenciais da Teka. Sempre na ponta vendedora, a acusada participou de 19,7% dos 2.816 negócios realizados no período, sendo responsável pela negociação de 14,4% do movimento total de ações e a 13,8% do volume financeiro.

58. A área técnica destacou que, embora tenha recebido as ações emprestadas dos Controladores em 29.2.2012, a Ekika só teria iniciado a venda das ações em 8.3.2012, justamente no primeiro dia do período de precificação. Assim, a atuação da acusada no mercado durante o período de precificação teria influenciado a cotação das ações da Companhia, que sofreu uma queda de 14,8%, ao passo em que o Ibovespa caiu 1,4%.

59. A acusação destacou, ainda, que os últimos negócios do pregão (que determinaram o preço de fechamento do respectivo dia) foram realizados pela Ekika em sete dos quinze pregões do período de precificação. Salientou, contudo, que, “*nesses pregões, houve outros negócios ocorridos no mesmo horário e ao mesmo preço*” (fl. 365).

60. Diante disso, afirmou que “*a Ekika, se não foi determinante, concorreu significativamente para a formação dos preços de fechamento das ações da Teka, que serviram de base para determinação do preço de emissão no aumento de capital aprovado na RCA de 03.04.12*” (fl. 364).

61. No que diz respeito aos benefícios auferidos pela Ekika com a operação, destacou que o preço médio dos negócios realizados pela acusada durante o período de precificação corresponderia a R\$1,423, valor próximo à média simples das cotações de fechamento que serviram de base à precificação do aumento de capital, a saber, R\$1,420. Assim, além da remuneração contratual de 1,5% do valor da linha de subscrição, a Ekika teria se apropriado do ganho correspondente ao deságio aplicado sobre o preço de emissão.

62. A acusação observou, ainda, que o preço de emissão do aumento de capital, de R\$ 1,25 por ação, corresponderia, na realidade, a um deságio de 12%, e não de 10,5%, como informado ao mercado, o que proporcionou ganho ainda maior à Ekika.

63. Quanto à participação dos Controladores na operação de aumento de capital, destacou que, ainda que esses acionistas tenham se comprometido a subscrever apenas 536.995 novas ações ordinárias e eventuais sobras para assegurar que o aumento de capital ocorra e que o limite legal de 2/3 do capital social composto por ações preferenciais não seja excedido, eles já teriam subscrito 3.498.686 ações ordinárias antes mesmo do rateio de sobras.

64. Desse modo, segundo o entendimento da área técnica, seria possível concluir que os Controladores tinham interesse em “*subscrever ações em aumento de capital cujo preço de emissão de cada nova ação teve como base para precificação um período em que houve ‘pressão de venda’, causada em parte pelo empréstimo de suas próprias ações, e em que foi aplicado um deságio significativo, de 12%, sobre as cotações já pressionadas*” (fl. 366).

65. O benefício dos Controladores seria ainda maior, visto que eles não aportaram recursos novos na Companhia, mas apenas converteram créditos detidos contra a Teka.

Conclusão da acusação

66. A acusação considerou que as infrações apontadas, relativas à deficiência informacional no âmbito da operação de aumento de capital e ao procedimento adotado para a precificação das ações, se analisadas em conjunto, concorreriam para a execução de conduta mais grave: a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

67. Isso porque a influência da Ekika na formação dos preços de fechamento das cotações que serviram de base para a determinação do preço de emissão das ações, bem como a omissão de informações relevantes referentes à operação de aumento de capital teriam colocado a Ekika em indevida posição de desequilíbrio e desigualdade em face dos demais investidores, em infração ao disposto na letra *d* do item II da Instrução CVM nº 08/1979.

68. A SEP entendeu que, por terem ciência de todos os aspectos relacionados à operação de aumento de capital, bem como por praticarem os atos essenciais à sua efetivação, os Controladores e Administradores teriam concorrido para a prática não equitativa em favor da Ekika.

69. Diante de todo o exposto, a SEP propôs a responsabilização dos Controladores, da Ekika, da Riverdale e dos Administradores pela execução de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

V. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE

70. Em 12.12.2012, a Procuradoria Geral Especializada – PFE junto à CVM¹⁷ entendeu que a peça acusatória preenchia os requisitos constantes dos artigos 6^o¹⁸ e 11^o¹⁹, da Deliberação CVM nº 538/2008.

VI. DAS DEFESAS

VI.A. DA DEFESA DE EKIKA E RIVERDALE

71. Ekika e Riverdale apresentaram defesa conjunta tempestivamente em 22.4.2013 (fls. 481 a 515).

72. As sociedades defenderam a regularidade do aumento de capital, bem como a adequação dos critérios utilizados na operação. Ademais, destacaram que seria impossível inferir pelo teor da acusação qual a suposta prática não equitativa teria sido realizada pela Ekika e Riverdale, visto que o Acordo de Subscrição era perfeitamente legal e teria sido divulgado ao mercado.

73. A suposição da SEP de que a insuficiência das informações divulgadas pela Teka sobre a operação de aumento de capital teria induzido o mercado a acreditar que haveria a entrada de novo investidor disposto a aportar recursos na Companhia não seria suficiente para configurar o ilícito de prática não equitativa.

74. Diferentemente da alegação da acusação de que o aumento de capital seria uma “*estrutura montada e (mal) divulgada de capitalização da Teka*” (fl. 366), tal operação, de acordo com Ekika e Riverdale, seria uma alternativa de financiamento amplamente utilizada pelo Fundo GEM e por diversos investidores institucionais conhecida como *Private Investment in Public Equity - PIPE*.

75. Essa alternativa de capitalização apresentaria diversas vantagens, que teriam sido usufruídas pela Teka, quais sejam: (i) a certeza da captação de recursos; (ii) a maior velocidade para a sua obtenção; (iii) os menores custos de captação; e (iv) a não sujeição à existência das janelas de mercado.

76. Em face da alegação da SEP de que o aumento de capital não teria gerado benefícios para a Companhia, argumentaram que o Acordo de Subscrição teria sido celebrado justamente para minimizar os riscos relacionados à operação, notadamente a possibilidade de não ser alcançado o volume de subscrição mínimo necessário para a homologação do aumento de capital. Caso restassem sobras ainda não subscritas pelos acionistas, afirmam que “*a companhia teria que promover leilão em bolsa, e eventualmente tal operação dependeria de registro perante a CVM, com todos os custos e a demora correspondentes*” (fl. 487).

77. Para evitar esses riscos, o referido acordo foi celebrado com a Ekika, que se comprometeu a subscrever ações da Companhia em eventual aumento de capital até o limite de R\$ 110.000.000,00, assumindo, portanto, dois riscos: (i) a desvalorização das ações subscritas; e (ii) não conseguir aliená-las. É por essa assunção de riscos, segundo a defesa, que a Ekika foi remunerada.

78. O empréstimo de ações junto aos Controladores e a posterior negociação de tais ações no mercado seria estratégia usual adotada nesta modalidade de financiamento com o objetivo de amenizar o risco suportado pelo investidor, que procura “*fazer o hedge de sua posição por meio da venda a descoberto ou equivalente da posição subscrita*” (fl. 488).

79. A defesa também contestou a afirmação da acusação de que é comum a desvalorização das ações após o anúncio de aumento de capital. A esse respeito, afirmou, primeiramente, que “*o fato de eventualmente se verificar a queda nas cotações não significa que esta queda sempre ocorrerá*” (fl. 489). Posteriormente, alegou que o termo de acusação não deve ostentar ou invocar teorias acadêmicas, posto que as acusadas se defendem de fatos, e não da interpretação de teorias estrangeiras. Por fim, apontou que os estudos costumam se basear em ofertas públicas, substancialmente diferentes de aumentos de capital por subscrição privada.

80. Em seguida, ressaltou que, mesmo com o empréstimo, havia o risco de a Ekika não conseguir vender todas as ações ou sequer a quantidade suficiente para cobrir o valor

da subscrição. Tal risco teria sido agravado pela disposição do Acordo de Subscrição que, visando a evitar influências indevidas no funcionamento do mercado, estabelecia diversos limites à negociação com as ações emprestadas.

81. As acusadas destacaram, a propósito, que a SEP não teria considerado o fato de que as alienações ocorreram em bolsa de valores, “*o que seria suficiente para afastar a acusação de prática não equitativa*” (fl. 491)²⁰. Afirmaram também que a Ekika negociou somente com ações preferenciais, “*as quais contavam com relativa liquidez*” (fl. 492).

82. Em seguida, alegaram que “*a atuação da Ekika [teria sido] tão relevante para a determinação dos preços quanto a de quaisquer outros investidores que atuaram no período*” (fl. 492), uma vez que, de acordo com a própria acusação, durante o período de precificação, teriam ocorrido outros negócios no mesmo horário e ao mesmo preço daqueles realizados pela acusada.

83. Argumentaram que, à exceção do que dispõe o art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012²¹, inaplicável à operação executada pela Ekika, não haveria qualquer regra que vedasse a negociação de ações durante o período de precificação, ainda que tais ações tivessem sido obtidas por meio de empréstimo²².

84. Nesse sentido, de acordo com a defesa, a edição da Instrução CVM nº 530/2012 teria reforçado “*a convicção a respeito da adequação da conduta da Ekika, na medida em que não vedou negociações com ações obtidas por meio de empréstimo durante o período de precificação de aumentos de capital por subscrição privada*” (fl. 495).

85. Quanto à afirmação de que a Ekika não teria aportado recursos próprios na Companhia, reiteraram os argumentos apresentados em suas manifestações prévias, no sentido de que, sob qualquer ponto de vista, os recursos aportados foram onerosamente obtidos e eram seus. Nas palavras da defesa: “*a Defendente pagou o preço de subscrição das ações, e pagou com recursos que, sob qualquer ponto de vista, eram seus, onerosamente obtidos, já que teria de alguma forma que repagar o mútuo de ações obtido*” (fl. 496).

86. Acrescentaram que a acusação não poderia se basear em especulações comportamentais, tal como a afirmação da área técnica de que o mercado poderia ter sido induzido a acreditar que um investidor de longo prazo aportaria recursos na Companhia. Conforme exposto previamente pelas acusadas, além de ser natural que, nas operações PIPE, não haja necessariamente a entrada de investidor de longo prazo, em nenhum momento a Companhia teria divulgado que a Ekika passaria a ser esse investidor.

87. Pelo contrário, da leitura do fato relevante publicado em 9.11.2011, seria possível depreender o caráter temporário do investimento da Ekika, visto que a informação de que a acusada poderia, provisoriamente, tornar-se titular de ações preferenciais representativas de até 15% do total de ações dessa espécie. Também constava a informação de que a Ekika tinha a intenção de manter a participação de até 5% no capital social da Companhia. Nesse sentido, argumentaram que, para manter-se dentro do limite de 5%, a acusada deveria, naturalmente, vender ações.

88. Ainda no que diz respeito à suposta assimetria informacional apontada pela acusação, esclareceram que a Instrução CVM nº 358/2002 determina a divulgação da obtenção de empréstimo de ações apenas quando este atingir o percentual de 5%, o qual jamais teria sido alcançado neste caso. Além disso, alegaram que, como não houve divulgação de aviso específico ao mercado, nenhum investidor poderia presumir que a Ekika teria alcançado o mencionado percentual.

89. Posteriormente, a defesa rebateu o argumento da acusação no sentido de que a operação poderia ter sido executada apenas pelos Controladores, sem a interferência da Ekika. Nesse sentido, afirmou que a operação não é isenta de riscos, como quer a SEP, e que a operação seria regular ainda que realizada pelos Controladores.

90. No que concerne à alegação da acusação de que o prazo considerado para precificação das ações seria muito curto, argumentaram que não caberia à área técnica formular acusações pelo descumprimento de prazos que não estão previstos em lei, com base somente em interpretação doutrinária.

91. Por sua vez, *“a adoção de cotações históricas não pode ser lida senão como mera recomendação, sendo permitido à administração adotar o critério que lhe pareça mais adequado”* (fl. 503). Asseveraram que nos aumentos de capital por subscrição pública, a tendência seria justamente a utilização de cotações posteriores ao anúncio da intenção de aumentar o capital. Nesta direção, ressaltaram que, *“[n]os procedimentos de fixação do preço por bookbuilding, o aumento de capital é anunciado e as negociações continuam ocorrendo em bolsa, inclusive durante o período da coleta de intenções de investimento”* (fl. 503).

92. Desse modo, conforme autorização expressa dos artigos 23²³ e 44²⁴ da Instrução CVM nº 400/2003, o preço seria fixado no dia da apuração do resultado da coleta das intenções de investimento, as quais seriam claramente influenciadas pelas negociações ocorridas. Ainda assim, tais negociações seriam, em regra, consideradas em conjunto com as intenções de investimento na fixação do preço de emissão.

93. Ademais, a utilização da média simples das cotações de fechamento no lugar da média ponderada por volume teria ocorrido em outros aumentos de capital realizados em 2012²⁵ e não representaria infração à Lei nº 6.404/1976, que não determina a adoção de um ou outro critério.

94. Ressaltaram, posteriormente, que as condições do aumento de capital teriam sido fixadas pela administração da Teka. Logo, ainda que se viesse a comprovar qualquer irregularidade, a sua responsabilidade não poderia ser imputada à Ekika.

95. Nas palavras da defesa, *“cabia à administração da Teka aprovar o aumento de capital em conformidade com a legislação societária, e o atendimento às condições do Subscription Agreement era necessário apenas para que a subscrição pela Ekika fosse exigível. Em outras palavras, a administração não estava obrigada a aprovar o aumento de capital nas condições contratadas”* (fl. 505).

96. As acusadas também buscaram demonstrar a ausência de elementos caracterizadores de infração à Instrução CVM nº 08/1979. No seu entendimento, a SEP não teria conseguido comprovar qualquer irregularidade na conduta da Ekika que pudesse levar a uma posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes do mercado. Nesse sentido, a caracterização de prática não equitativa pressuporia tratamento diferenciado que beneficiaria determinado investidor em detrimento dos demais²⁶.

97. Por ocasião da operação de aumento de capital da Teka, a possibilidade de venda de ações durante o período de precificação existia tanto para a Ekika quanto para os demais participantes do mercado. Assim, acrescentou a defesa que não só *“as regras aplicáveis à Ekika eram exatamente as mesmas aplicáveis aos demais participantes do mercado”* (fl. 509), como tais investidores *“estavam numa posição privilegiada, já que não tinham compromisso de subscrever ações”* (fl. 509).

98. Ressaltaram, ainda, que a Ekika não teria a intenção de criar ou aproveitar-se de suposta situação de desigualdade, pois não dependia da obtenção de ganhos no mercado de capitais para alcançar resultados positivos com a operação. A sua remuneração já teria sido estabelecida no Acordo de Subscrição. Diante disso, restaria clara a inexistência de dolo, elemento subjetivo indispensável para a caracterização da prática não equitativa.

99. Por fim, com relação à responsabilização proposta em face da Riverdale, a defesa argumentou que a SEP não teria identificado a conduta praticada por essa sociedade que poderia ser considerada prática não equitativa. Para tanto, não bastaria que a sociedade fosse parte no Acordo de Subscrição, sendo necessária a comprovação de sua efetiva participação no aumento de capital, o que não teria ocorrido. A Riverdale não teria tomado ações emprestadas nem subscrito ações da Companhia.

VI.B. DA DEFESA DE FREDERICO KUEHNRIK, LUIS KUEHNRIK, LUIZ BRANDT, MARCELLO STEWERS, MÁRIO JOHN, ROLF KUEHNRIK, MONTE CLARO E CELL

100. Os Administradores e os Controladores apresentaram defesa conjunta em 22.4.2013 (fls. 520 a 565).

101. Inicialmente, os acusados teceram algumas considerações a respeito da situação financeira da Teka e do cenário do mercado têxtil à época dos fatos, ressaltando que, já em 2010, a Companhia apresentava prejuízo no valor de R\$ 138.300.000,00, que teria se agravado com a crise enfrentada pelo setor têxtil no ano de 2011.

102. A Companhia teria passado a buscar financiamentos e opções de investimentos que permitissem recuperar o seu capital de giro e manter suas atividades. Assim, após frustradas tentativas de obter empréstimos junto aos bancos, a Teka e seus Controladores firmaram o Acordo de Subscrição com Ekika e Riverdale.

103. A respeito do aumento de capital, afirmaram, em síntese, que todos os dispositivos legais, estatutários e contratuais teriam sido observados pela administração da Companhia, notadamente os artigos 170 e 166, II, da Lei nº 6.404/1976, os quais

condicionam a realização do aumento de capital à integralização de, no mínimo, 2/3 do capital social e ao cumprimento dos limites estabelecidos no estatuto social da Companhia.

104. Quanto ao procedimento adotado para fixação do preço de emissão das ações, destacaram que nem a Lei nº 6.404/1976, nem as normas da CVM prescreveriam o modo pelo qual a administração da Companhia deveria chegar ao preço de emissão após a escolha dos critérios previstos no art. 170, §1º, da referida lei.

105. Mesmo que haja recomendações para a adoção de preços médios ponderados pelo volume de negociação, bem como para a consideração das cotações históricas, “*não há*”, segundo a defesa, “*proibição legal para que o preço de emissão de novas ações seja definido a partir da média simples de preços de fechamento da cotação e/ou que o período de precificação seja calculado entre o anúncio do aumento de capital e a chamada para subscrições de ações deste aumento*” (fl. 537).

106. Dessa forma, o Conselho de Administração da Teka tinha liberdade para, observados os parâmetros indicados no art. 170 da Lei nº 6.404/1976, analisar e aprovar o preço de emissão das ações.

107. Ressaltaram que o preço de emissão não foi estabelecido de forma arbitrária. As justificativas quanto ao valor adotado para o preço de emissão das ações e ao critério para a sua fixação teriam sido devidamente apreciadas pelo Conselho de Administração e divulgadas desde o primeiro fato relevante referente à operação de aumento de capital, publicado em 7.3.2012.

108. Disso decorre que, a despeito de se tratar de aumento de capital por subscrição privada, ao qual não se exige registro junto à CVM, a operação gozava de ampla divulgação.

109. Nesse sentido, alegaram que “*os acionistas da Companhia e o público em geral – a serem protegidos pela CVM – sabiam qual seria o período de precificação das novas ações*” (fl. 540) e que qualquer negociação com ações preferenciais da Teka nesse intervalo poderia influenciar o preço das ações a serem emitidas no aumento de capital.

110. Desse modo, em suma, considerando que o procedimento de precificação das ações teria ocorrido dentro dos limites legais e que todos os participantes do mercado estariam cientes das condições do aumento de capital, incluindo o modo pelo qual seria fixado o preço das novas ações, não caberia falar em prática não equitativa.

111. Quanto à celebração de contrato de empréstimo entre a Ekika e os Controladores, argumentaram que esse tipo de contrato é considerado válido. Sem ele, segundo os acusados, a Ekika não subscreveria o aumento de capital e a Teka, que se encontrava em crise, não receberia novos recursos.

112. No que diz respeito à divulgação da operação ao mercado, afirmaram que, da análise da cronologia dos fatos relevantes e de seu conteúdo, não há que se falar em fato relevante sabidamente incompleto, como referido pelo Termo de Acusação. De acordo

com a defesa, “desde o momento em que a Companhia e suas acionistas controladoras celebraram o acordo para Linha de Subscrição de Ações com a Ekika até a efetiva homologação do aumento de capital, a Companhia cuidou de divulgar passo a passo cada etapa necessária ao mercado e aos acionistas, em especial, visto que se tratava de uma subscrição privada” (fl. 548).

113. Quanto à eventual não divulgação de detalhes do contrato de empréstimo de ações, alegaram que a Companhia não estaria obrigada, pela lei societária, ou por qualquer norma da CVM, a divulgar todas as cláusulas dos contratos nos quais figurasse como parte, desde que se disponibilizasse ao público para responder eventuais dúvidas.

114. A esse respeito, ressaltaram que, não obstante a Companhia ter divulgado os contatos para esclarecimento de eventuais dúvidas sobre a operação, os Administradores não teriam recebido qualquer solicitação por parte dos acionistas. Ademais, a única reclamação protocolada junto à CVM teria sido prontamente respondida pela Companhia.

115. Concluíram, então, que não haveria qualquer insuficiência na divulgação das informações relativas à operação de aumento de capital ou desigualdade informacional entre os participantes do mercado que ensejasse a responsabilização dos acusados.

116. Segundo o entendimento dos defendentes, também não haveria qualquer irregularidade na celebração do contrato de empréstimo de ações com a Ekika. Além de serem contratos usuais no mercado de valores mobiliários, o empréstimo de ações celebrado com a Ekika asseguraria a realização do aumento de capital e a possibilidade de esta sociedade subscrever ações da Companhia por meio da cessão do direito de preferência dos Controladores.

117. Comprovada a validade e a legalidade da operação de aumento de capital e do contrato de empréstimo de ações celebrado com a Ekika, os Administradores e Controladores da Companhia não poderiam ser responsabilizados por sua aprovação, ou autorização.

118. Os acusados ressaltaram, ainda, que o Acordo de Subscrição estabelecia limite diário para a negociação pela Ekika de ações preferenciais de emissão da Companhia, de maneira a que essas negociações não interferissem na precificação das ações no aumento de capital.

119. Em seguida, destacaram que a caracterização da prática não equitativa “*exige que a ação ou omissão dolosa provoque uma efetiva posição de desequilíbrio para uma das partes da operação, constituindo o dolo elemento fundamental*” (fl. 551), o qual, tal como a culpa, não poderia ser presumido. No presente caso, ao contrário da presunção levantada no termo de acusação, seria evidente que os acusados não tinham “*intenção de prejudicar ninguém, ou, ainda, estabelecer um tratamento desigual entre as partes que participavam da operação, conforme presumiu a SEP em seu Termo de Acusação*” (fl. 552).

120. Isso porque a celebração do contrato de empréstimo de ações pelos Controladores teria por objetivo oferecer garantia em face dos riscos assumidos pela Ekika ao celebrar o

Acordo de Subscrição. O referido contrato não obrigava a Ekika a alienar as ações, apenas lhe concedia essa faculdade. Além disso, ao prever no contrato de empréstimo limite diário de negociação com ações preferenciais, os Controladores teriam demonstrado sua preocupação em evitar qualquer influência na precificação das ações.

121. Ressaltaram, ainda, que todas as partes envolvidas nas negociações com ações preferenciais de emissão da Teka detinham as informações necessárias para a tomada de suas decisões, que todos os acionistas sabiam como se daria a precificação das ações a serem emitidas e que, para assegurar a homologação do aumento de capital, os Controladores teriam subscrito as sobras de ações a um preço acima do valor de mercado: R\$ 1,25 por ação, enquanto que as cotações teriam oscilado entre R\$ 1,15 e R\$ 1,17, o que demonstraria que eles não teriam auferido qualquer benefício na operação.

122. Desse modo, segundo o entendimento dos defendentes, restaria demonstrada a inadequação da acusação formulada pela SEP, fundada apenas em presunções, visto que não teria sido apresentada qualquer comprovação de que os acusados teriam concorrido para a suposta prática não equitativa ou, ainda, que estariam presentes os elementos do aludido ilícito administrativo.

123. Quanto à atuação dos Administradores, argumentaram que a acusação não teria esclarecido como os membros do Conselho de Administração teriam concorrido para a prática não equitativa, limitando-se a afirmar que “*os conselheiros detinham conhecimento dos detalhes da Linha de Subscrição de Ações e praticaram os atos essenciais à sua efetivação*” (fl. 556), o que, na visão dos acusados, não representaria individualização de suas condutas.

124. Assim, os conselheiros teriam sido acusados simplesmente por terem deliberado, em reunião, autorizar a operação de aumento de capital. No entanto, conforme apontado pelos defendentes, não seria possível vislumbrar qualquer irregularidade na ata da referida reunião, tendo em vista que o Acordo de Subscrição aprovado era perfeitamente legal e teria por finalidade assegurar o aporte de novos recursos na Companhia. A atuação dos conselheiros, assim, teria se dado em consonância com o dever de lealdade e no interesse exclusivo da Companhia.

125. Ademais, a SEP não teria comprovado a participação dos conselheiros em negociações com ações de emissão da Companhia, ou na subscrição do aumento de capital, bem como a sua intenção de valer-se de posição vantajosa para obter proveito.

126. Acrescentaram que a contratação do Acordo de Subscrição com a Ekika teria sido aprovada no interesse da Companhia e em linha com os deveres impostos aos administradores e acionistas controladores, uma vez que teria por objetivo assegurar a continuidade dos negócios sociais.

127. Por fim, no que diz respeito à atualização intempestiva do Formulário de Referência de 2012, infração imputada ao então diretor de relações com investidores da Teka, Marcello Stewers, a defesa reiterou que, em virtude da proximidade do prazo final para apresentação do referido Formulário e da data de homologação do aumento de capital,

as informações referentes à operação constaram apenas da segunda versão do Formulário, enviada em 30.7.2012.

128. Quanto à não divulgação da participação detida por acionistas controladores, esclareceram que nem a R.M.M.F. Participações Ltda. nem Rolf Kuenhrich eram controladores da Teka, bem como não teriam atingido percentual de participação superior a 5%, razão pela qual Marcello Stewers não teria considerado necessária a divulgação de sua participação acionária nos itens 15.1/15.2 do Formulário de Referência.

VII. DA DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

129. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 16.7.2013, o Diretor Otavio Yazbek foi sorteado como relator deste processo. Tendo em vista o término do mandato do Diretor em 31.12.2013, o processo foi redistribuído à Diretora Ana Novaes em 10.1.2014. Em 27.1.2015, o processo foi redistribuído para mim, nos termos do art. 10 da Deliberação CVM nº 558/2008.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2016.

Pablo Renteria
DIRETOR-RELATOR

¹ “Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24.

(...)

§ 3º O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos:

(...)

II – alteração do capital social; (...)”

² “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, 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”.

³ Nos termos da Cláusula 6.2 do Acordo de Subscrição, Ekika e Riverdale são sociedades coligadas da GEM Global Yield Fund Limited, sociedade constituída nas Ilhas Cayman (fl. 90).

⁴ Segundo informações prestadas pela Companhia em resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº 242/12 (fls. 174 e 175).

⁵ “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado”.

⁶ Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº200/12 (fl. 20).

⁷ Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº242/12, de 20.7.2012, Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº260/12, de 6.8.2012; Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº270/12, de 10.8.2012; Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº285/12, de 31.8.2012 (fls. 172, 182, 186, 233, respectivamente).

⁸ Conforme consta da cláusula 2.4.(b) do Acordo de Subscrição, “No 10º (décimo) Dia de Negociação após o dia em que Ações Tomadas em Empréstimo forem efetivamente creditadas na conta da Compradora [Ekika] na CBLC, o Valor de Saque Inicial [preço de emissão das ações multiplicado pelo número de ações tomada em empréstimo] será disponibilizado à Sociedade [Teka] pela Compradora como um Adiantamento para Futuro Aumento de Capital” (fl. 83).

⁹ A Companhia apresentou manifestações nos dias 24.7.2012 (fls. 174 a 181), 8.8.2012 (fl. 184), 15.8.2012 (fls. 188 a 229) e 4.9.2012 (fls. 235 a 236).

¹⁰ Segundo a aludida cláusula do Acordo de Subscrição, “[a] [Teka] pagará à [Riverdale] uma taxa de R\$ 1.650.000,00 (um milhão, seiscentos e cinquenta mil reais) {1,5% (um vírgula cinco por cento) x R\$ 110.000.000,00 (cento e dez milhões de reais)} (a “Taxa”) devida em quatro parcelas iguais de R\$ 412.500,00 (quatrocentos e doze mil e quinhentos reais) cada, a ser paga dos recursos dos primeiros quatro Valores de Saque” (fl. 83).

¹¹ “Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no **caput** sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.”

¹² Ofícios/CVM/SEP/GEA-4/nº 314 a 322/12, de 4.10.2012 (fls. 242-270) e Ofício/CVM/SEP/GEA-4/nº 328/12, de 15.10.2012 (fls. 278 a 280).

¹³ Em sua manifestação, o Diretor Presidente e Diretor de Relação com Investidores, Marcello Stewers, cita o seguinte trecho do aludido Fato Relevante, publicado em 9.11.2011: “Durante o prazo a Ekika pode temporariamente vir a se tornar titular de ações preferenciais representativas de até 15% de tal espécie; no entanto, a intenção da Ekika é manter participação societária na Companhia que não represente mais de 5% de cada espécie ou classe de ação de emissão da Companhia”.

¹⁴ Os Administradores, Frederico Kuehnrich, Luis Frederico, Rolf Kuehnrich, Mário John e Luiz Brandt, bem como os acionistas controladores, Monte Claro e Cell, protocolaram respostas em 25.10.2012 (fls. 289 a 300). LuizFernando Brandt apresentou manifestação em 5.11.2012 (fls. 301 a 304).

¹⁵ A área técnica listou alguns exemplos nos quais se verificou a adoção da média ponderada para precificar aumento de capital: (i) HRT Participações em Petróleo S.A.

(AGE de 19.4.2011); (ii) Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebras (AGE de 4.4.2012); (iii) Banco ABC Brasil S.A. (AGE de 29.6.2012; e (iv) CTEEP Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista (RCA de 23.7.2012).

¹⁶ “Art. 170. (...)”

§ 7º *A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.*”

¹⁷ Memo nº059/2013/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 20-23).

¹⁸ “Art. 6º *Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:*

I – nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e

V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”

¹⁹ “Art. 11. *Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.”*

²⁰ Nesse sentido, mencionaram o voto do Diretor Relator Sergio Weguelin no PAS CVM nº 31/1998, julgado em 30.11.2005, no qual afirmou que a observância do preço de mercado eliminaria a acusação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Nos termos do voto, “[c]abe-me apenas afirmar que a observância do preço de mercado em mercado líquido elimina por completo a acusação de manipulação ou prática não equitativa”.

²¹ “Art. 1º *Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cnco) pregões que a antecedem.”*

²² Três razões, segundo a defesa, sustentam a legalidade da conduta da Ekika em relação à Instrução CVM nº 530/2012: (i) a Instrução refere-se apenas a ofertas públicas e foi editada somente em novembro de 2012, o que impede sua aplicação analógica ao presente caso; (ii) a CVM não teria questionado a conduta em exame nos períodos anteriores à edição da norma; e (iii) “[o] simples fato de ter sido necessária a edição de norma específica para limitar tal prática (...) demonstra que a prática anterior era regular” (fl. 493).

²³ “Art. 23. *O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. §1º O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados*

no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.”

²⁴ “Art. 44. *É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM. Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.”*

²⁵ Ekika e Riverdale citaram alguns exemplos de operações de aumento de capital ocorridas em 2012 que também teriam adotado a média simples: Tereos Internacional S.A. (RCA de 12.6.2012), Banco Panamericano S.A. (AGE de 18.1.2012), Recrusul S.A. (RCA de 3.2.2012) e RJCP Equity S.A. (RCA de 30.1.2012).

²⁶ Sobre esse ponto, as acusadas citaram alguns precedentes desta Autarquia, sendo eles, PAS CVM nº 04/07, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 9.11.2010; PAS CVM nº 28/05, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio, julgado em 3.7.2007; PAS CVM nº 05/99, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, julgado em 23.11.2000; Inquérito Administrativo CVM nº 38/00, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, julgado em 2.4.2003; e Inquérito Administrativo CVM nº TA SP2002/0397, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, julgado em 18.12.2003 (fls. 506 a 508).

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2012/13605

Acusados: Marcello Stewers
Frederico Kuehnrich
Rolf Kuehnrich
Luis Frederico Kuehnrich
Mário John
Luiz Fernando Brandt
Monte Claro Participações e Serviços S.A.
Cell Participações e Administração Ltda.
Ekika Empreendimentos e Participações S.A.
Riverdale Consultoria Ltda.

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (itens I e II, d, da Instrução CVM nº 08/79), atualização intempestiva do Formulário de Referência e não divulgação de informações relativas à participação acionária dos controladores (art. 24, *caput* e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009).

Relator: Diretor Pablo Renteria

VOTO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de administradores e acionistas controladores da Teka, bem como das sociedades Ekika e Riverdale, para apurar supostas irregularidades praticadas no âmbito do aumento de capital

da Companhia aprovado por seu conselho de administração em 3.4.2012. O Termo de Acusação elaborado pela SEP identificou duas supostas irregularidades, quais sejam: (i) a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários; e (ii) a falta de atualização do Formulário de Referência da Teka. Começo es te voto pela análise da primeira das infrações assinaladas.

2. O presente caso trata de operação denominada comumente, em outras jurisdições, de *Private Investment in Public Equity* – PIPE, que traduz arranjo de financiamento por meio do qual determinado investidor – no caso os veículos Ekika e Riverdale vinculados ao Fundo GEM – compromete-se a subscrever privadamente ações da companhia aberta, por meio de um ou mais aumentos de capital. Pode-se dizer, em analogia com a linha de crédito, oferecida por instituições financeiras, que o investidor-financiador proporciona linha de *equity* à companhia, colocando à sua disposição recursos destinados a reforçar o seu patrimônio líquido, em contrapartida ao pagamento da remuneração contratualmente ajustada¹.

3. Afirma-se, usualmente, que o PIPE apresenta vantagens em comparação à oferta pública de ações, revelando-se especialmente interessante para companhias abertas de pequeno ou médio porte em delicada situação de solvência, como, aliás, encontrava-se a Teka à época dos fatos². Nessa direção, as virtudes do PIPE seriam: (i) a certeza da captação de recursos; (ii) a maior velocidade para a sua obtenção; (iii) os menores custos de captação; (iv) a não sujeição à existência das janelas de mercado.

4. A esse entendimento pode-se objetar, todavia, que a certeza de captação de recursos não é tão firme quanto pode parecer à primeira vez, haja vista a estipulação, frequente na prática negocial, de cláusula autorizando a rescisão do acordo de PIPE em caso de deterioração significativa das condições financeiras da companhia. Como esse tipo de operação envolve comumente companhias que se encontram, justamente, em dificuldade financeira, o risco de essa cláusula ser acionada pelo investidor não pode ser desprezado. A companhia, portanto, pode se ver obrigada a pagar ao investidor a remuneração ajustada contratualmente, sem contar, em contrapartida, com a efetiva disponibilidade dos recursos prometidos.

5. De outra parte, tem-se discutido a efetividade do PIPE para a recuperação da saúde financeira da empresa. Nesse tocante, tem-se observado, em outras jurisdições, que muitas companhias que recebem esse tipo de financiamento acabam, não obstante, caindo em estado de insolvência, no médio prazo³.

6. No entanto, esse é um debate a ser travado em outra oportunidade, uma vez que extrapola o escopo deste processo sancionador. No direito pátrio, a ponderação das vantagens e desvantagens do PIPE traduz questão afeta à apreciação dos administradores e, eventualmente, dos acionistas controladores. Antes de firmar tal acordo, cumpre-lhes avaliar os efeitos da operação e negociar os seus termos no melhor interesse da companhia, desincumbindo-se, desse modo, de seus deveres legais. Aos administradores, em particular, compete agir com diligência, buscando, nos limites do tempo de que dispõem, as informações necessárias à tomada de decisão e examinando cuidadosamente os variados aspectos do negócio.

7. O presente processo sancionador não trata do cumprimento pelos administradores e controladores da Teka dos deveres legais a que se sujeitam nos termos da Lei nº 6.404/1976, tampouco cuida do alinhamento do Acordo de Subscrição com o interesse social da Companhia. Desta feita, o Termo de Acusação não deve ser compreendido como reprovação de todo e qualquer PIPE, até porque tal operação pode ser realizada por meio de diferentes arranjos contratuais, não sendo possível a formulação de juízo apriorístico acerca de sua compatibilidade com o regime jurídico do mercado de valores mobiliários.

8. O Termo de Acusação, com efeito, sustenta-se em determinadas peculiaridades do Acordo de Subscrição e do aumento de capital aprovado pelo conselho de administração da Teka em 3.4.2012. São com base nessas características que passarei a analisar a primeira das supostas irregularidades identificadas pela SEP, relativa à ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

I. DA OCORRÊNCIA DE PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

9. Depreende-se da leitura da letra *d* do item II da Instrução CVM nº 08/1979 que, para sua configuração, a prática não equitativa pressupõe uma ação ou omissão relacionada à negociação de valores mobiliários da qual resulte ou possa resultar para qualquer das partes uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

10. Na estrutura do tipo administrativo identificam-se uma conduta dolosa e um resultado. Este consiste na vantagem que a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade proporciona ao agente em detrimento dos demais participantes da operação efetuada no mercado. A conduta, por sua vez, revela-se na prática consciente e deliberadamente conduzida com o fim de alcançar aludido resultado⁴.

11. A importância da vedação à prática não equitativa para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários já foi destacada por este Colegiado por meio de expressiva alegoria, que me permito reproduzir:

“O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas, em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes⁵.”

12. No caso ora em apreço, a acusação aduz que, do modo como foi conduzido, o aumento do capital social da Teka colocou as sociedades Ekika e Riverdale, vinculadas ao fundo GEM, em situação de indevida vantagem em relação aos demais participantes da subscrição privada de ações. Tal conclusão encontra-se amparada na identificação de determinados vícios na operação que, de acordo com a acusação, corresponderiam a

“*meras etapas de execução*” do ilícito maior, qual seja, a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

13. Em síntese, tais irregularidades dizem respeito a três aspectos centrais do aumento de capital, a saber, (i) o procedimento utilizado para a definição do preço de emissão; (ii) a divulgação ao mercado de informações sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital; (iii) e a negociação pela Ekika de ações preferenciais de emissão da Teka durante o aumento de capital.

14. Os defendentes, a seu turno, procuram demonstrar que cada uma das supostas falhas identificadas pela acusação é não apenas improcedente como também inapta a caracterizar a prática não equitativa.

15. Seguindo a mesma lógica, examinarei, separadamente, cada um dos aspectos do aumento de capital que, segundo a acusação, concorreram para a ocorrência do ilícito. No entanto, gostaria desde logo de sublinhar o limite inerente a essa abordagem, pois que, não raro, a configuração da prática não equitativa resulta da compreensão integrada da operação como um todo.

Do procedimento de definição do preço de emissão

16. O primeiro aspecto do aumento de capital a ser examinado refere-se ao procedimento observado na definição do preço de emissão das ações a serem subscritas, cujas características mais salientes são as seguintes:

- (i) o período de negociação das ações, considerado para fins de precificação, foi posterior à divulgação ao público do aumento de capital;
- (ii) o período de negociação das ações estendeu-se por apenas quinze dias;
- (iii) a precificação baseou-se na média simples da cotação de fechamento do pregão, em vez da média ponderada pelo volume negociado; e
- (iv) o deságio aplicado sobre a média apurada foi previamente definido no Acordo de Subscrição;

17. De acordo com a acusação, tal procedimento, dadas as suas características, estaria irremediavelmente viciado, vez que vulnerável a manipulações e incapaz de assegurar a adequada formação do preço de emissão das ações. Como o período de precificação foi posterior ao anúncio público do aumento de capital, os investidores – em particular a Ekika – que negociaram o papel da Teka durante o período de precificação estavam em condições de influenciar, propositadamente, a definição do preço. A acusação destaca, a respeito, que o volume de negociação observado durante a precificação foi atípico, sendo muito superior ao observado no período anterior e no subsequente⁶, o que evidenciaria a fragilidade do procedimento escolhido pela Companhia.

18. O risco de manipulação afigurou-se ainda maior uma vez que se levou em conta a média simples das cotações de fechamento do pregão dentro de período relativamente curto. Sendo assim, bastaria à Ekika concentrar suas negociações no final de cada pregão de modo a direcionar o procedimento para o preço de emissão que fosse de seu interesse. Nesse tocante, a acusação destaca que, de fato, em sete dos quinze pregões, os últimos negócios foram realizados pela Ekika, que, desse modo, teve papel, se não determinante, ao menos significativo na definição do preço.

19. Tudo isso, portanto, leva a acusação a concluir que o preço, fixado ao cabo desse procedimento, não refletiu o valor econômico das ações da Companhia, afastando-se, assim, da normativa estabelecida no art. 170 da Lei nº 6.404/1976, cuja *ratio* consiste, justamente, em assegurar que o preço de subscrição, em aumento de capital, corresponda ao referido valor econômico⁷.

20. Mais especificamente, a acusação sustenta que restaram infringidas as normas dos parágrafos 1º e 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. A primeira porque o deságio aplicado sobre a média apurada não foi definido “em função das condições de mercado”, como prescrito no aludido preceito legal, mas em razão de compromisso assumido no Acordo de Subscrição. A segunda, a seu turno, teria sido violada na medida em que a administração da Companhia apresentou justificativa *ex ante* do critério escolhido para a precificação, afastando-se, assim, do comando legal, que, segundo a SEP, exigiria a formulação de justificativa *ex post*, em referência a preço já determinado.

21. Os defendentes refutam as alegações da acusação, que, a seu ver, não encontrariam amparo legal. Argumentam, nessa direção, que não caberia à SEP formular acusações pelo descumprimento de regras que não estão previstas nem na lei nem nas normas editadas pela CVM. Afirmam, em particular, que não há “*proibição legal para que o preço de emissão de novas ações seja definido a partir da média simples de preços de fechamento da cotação e/ou que o período de precificação seja calculado entre o anúncio do aumento de capital e a chamada para subscrições de ações deste aumento*” (fl. 537).

22. Asseveram, nessa mesma linha, que “*a adoção de cotações históricas não pode ser lida senão como mera recomendação, sendo permitido à administração adotar o critério que lhe pareça mais adequado*” (fl. 503). Em reforço a esse entendimento, mencionam que, nos aumentos de capital por subscrição pública, o preço de emissão é usualmente fixado pelo procedimento de *bookbuilding*, de que cuidam os artigos 23 e 44 da Instrução CVM nº 400/2003, no qual o período de coleta de intenções sucede ao anúncio do aumento de capital.

23. Aduzem, adicionalmente, que não procede a objeção de que o período de precificação teria sido excessivamente curto, já que não existe regra legal prescrevendo prazo mínimo.

24. Em suma, os defendentes alegam que, uma vez observados os parâmetros estabelecidos no art. 170 da Lei nº 6.404/1976, a administração da Companhia tinha plena liberdade para adotar o procedimento de precificação que entendesse mais adequado.

25. Tal argumento da defesa, contudo, não me parece plenamente convincente, uma vez que procura reconhecer aos administradores de companhia aberta uma ampla e irrestrita discricionariedade na fixação do preço de emissão de novas ações, que seria apenas e excepcionalmente limitada pelas regras procedimentais estabelecidas no já mencionado art. 170 da Lei nº 6.404/1976.

26. Tal opinião, com efeito, não me parece condizente com o regime jurídico a que se sujeitam os administradores de companhias abertas, nos termos da Lei nº 6.404/1976, em virtude do qual devem servir com diligência e lealdade à companhia e exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem de acordo com o interesse social. Em razão desses deveres fiduciários, não seria lícito aos administradores adotar procedimento de precificação vulnerável a toda sorte de manipulação e, por isso mesmo, inábil a refletir o valor econômico das ações da companhia, ainda que restassem formalmente atendidas as prescrições do art. 170.

27. Sublinhe-se, ademais, que, em relação à definição do preço de subscrição em aumento de capital, a disciplina legal se revela particularmente constritiva, uma vez que o legislador pátrio não se limitou a atribuir direito de preferência aos antigos acionistas, tendo exigido ainda que o preço seja fixado sem diluição injustificada da participação desses acionistas, tendo em vista determinados critérios, estabelecidos no §1º do art. 170.

28. O legislador requer, adicionalmente, que a proposta de aumento de capital apresente justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério de precificação. Como este Colegiado já teve oportunidade de esclarecer, tal justificativa tem dupla finalidade, pois, além do caráter informacional, *“ela contém, também, um elemento relevante de prestação de contas e responsabilização (accountability e liability), destinando-se a reforçar o comprometimento dos administradores com os critérios escolhidos e propostos à assembleia, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade⁸”*.

29. Enfim, tudo isso me leva a crer que a Lei nº 6.404/1976 submeteu a fixação do preço de emissão de novas ações a regime de ordem pública vinculado à proteção dos acionistas da companhia. É certo que, nesse regime, reserva-se espaço importante à autonomia dos administradores, a quem compete escolher o melhor critério de precificação, mas também é certo que tal autonomia deve ser funcionalmente exercida em vista do alcance do fim da normativa legal, qual seja, a tutela dos antigos acionistas em face do risco de diluição injustificada mediante a definição do preço que melhor represente o valor econômico das ações da companhia.

30. Daí decorre, em definitivo, que não se mostraria compatível com o dado normativo vigente a adoção pela administração da companhia de procedimento de precificação que, sendo vulnerável a manipulações, fosse inapto a traduzir o valor econômico das ações.

31. Nada obstante, tendo em vista os estritos limites deste processo sancionador, não me parece necessário apreciar se, de fato, o procedimento de precificação adotado pela administração da Teka contrariou as disposições da Lei nº 6.404/1976. Isto porque, ainda que fossem procedentes os argumentos da SEP, não seria possível, a meu ver, vislumbrar

qualquer prática não equitativa. Afinal, o fato de o período de precificação ter sido curto e posterior ao anúncio do aumento de capital, bem como o fato de ter sido utilizada a média simples da cotação de fechamento dos pregões, não indicam que a Ekika tenha sido colocada em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Ao reverso, ainda que se admitam as irregularidades apontadas pela SEP, o procedimento de precificação, em si, não estabeleceu distinções entre os subscritores do aumento de capital.

32. A rigor, as críticas formuladas de encontro ao procedimento mais parecem evidenciar a ocorrência de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, prática vedada pela alínea *b* do inciso II da Instrução CVM nº 08/79. No entanto, não foi essa a conclusão alcançada pela área técnica da CVM, ao fim de minuciosa apuração dos fatos. E muito provavelmente pesou na sua avaliação o fato de o Acordo de Subscrição estabelecer limite diário para a negociação pela Ekika de ações preferenciais de emissão da Companhia.

33. A SEP concluiu, diferentemente, ter ocorrido prática não equitativa, mas, nesse tocante, como já dito, entendo que o procedimento de precificação, em si, não colocou a Ekika em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes do aumento de capital da Teka.

Da divulgação ao mercado de informações sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital

34. Passo então ao segundo aspecto da operação que, de acordo com a acusação, evidenciaria a suposta prática não equitativa. Cuida-se da divulgação de informações sabidamente incompletas sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital. Nesse particular, a SEP afirma que os acusados omitiram deliberadamente do mercado que o Acordo de Subscrição previa a celebração de contrato de empréstimo de ações preferenciais de emissão da Teka entre, de um lado, os Controladores e, de outro, a Ekika e a Riverdale, as quais venderiam as ações dessa forma recebidas durante o período de precificação para, com o montante arrecadado, subscreverem o aumento de capital, valendo-se para tanto do direito de subscrição cedido pelos controladores. Em seguida, estes últimos receberiam, em pagamento do mútuo, as ações subscritas pela Ekika.

35. Em nenhum momento, ao longo de toda a operação, o empréstimo foi divulgado ao mercado. Assim, o aviso de fato relevante divulgado em 9.11.2011 noticiou a celebração do Acordo de Subscrição, descrevendo os principais termos do ajuste, mas, silenciou-se acerca do empréstimo. Vale notar que o conteúdo do aludido aviso tinha sido negociado entre a administração da Companhia, os Controladores, a Ekika e o Riverdale e constava do Anexo G do Acordo de Subscrição⁹.

36. Além disso, o Acordo, em sua Cláusula 9.11¹⁰, previa a divulgação de novo aviso de fato relevante no momento em que a Companhia notificasse a Ekika, solicitando a realização do saque inicial (**Initial Draw Down Notice**), o que viria a ocorrer em 15.2.2012. Referida notificação, cujo conteúdo seguia o modelo definido no Anexo A do Acordo, fazia expressa referência ao montante de ações que deveriam ser emprestadas

pelos Controladores à Ekika. No entanto, não se tem notícia de que tal aviso de fato relevante tenha sido divulgado, como previa o Acordo.

37. A Companhia somente divulgaria novo aviso de fato relevante em 7.3.2012 com o fim de comunicar ao mercado a realização do aumento de capital. A essa altura, o empréstimo já havia sido aperfeiçoado, mediante a entrega das ações à Ekika. No entanto, uma vez mais, tal informação foi omitida.

38. Em definitivo, examinados os diversos avisos de fato relevante e avisos aos acionistas, divulgados pela Companhia, conclui-se que, em nenhum momento ao longo de toda a operação, o mercado, com exceção dos Controladores, da Ekika e da Riverdale, tomou conhecimento do empréstimo. Com efeito, tal informação somente viria à tona tempos depois por obra da imprensa e da apuração conduzida pela CVM.

39. Os defendentes alegam, a propósito, que *“desde o momento em que a Companhia e suas acionistas controladoras celebraram o acordo para Linha de Subscrição de Ações com a Ekika até a efetiva homologação do aumento de capital, a Companhia cuidou de divulgar passo a passo cada etapa necessária ao mercado e aos acionistas, em especial, visto que se tratava de uma subscrição privada”* (fl. 548). A isso acrescentam que a Companhia não estaria obrigada, pela lei societária ou por qualquer norma da CVM, a divulgar todas as cláusulas dos contratos nos quais figurasse como parte, desde que se colocasse à disposição do público para responder eventuais dúvidas.

40. Tal argumento, todavia, não merece prosperar. Como todos sabem, um dos pilares da regulação do mercado de valores mobiliários é o princípio do **full and fair disclosure**, segundo o qual os investidores devem ser capazes de tomar as suas decisões econômicas, dispondo do mesmo nível de informação sobre os emissores e seus valores mobiliários. A informação deve ser verdadeira, precisa e completa¹¹.

41. Nessa toada, as companhias abertas sujeitam-se ao cumprimento de obrigações de informação previstas em lei ou estabelecidas pela CVM em diversos instrumentos normativos¹², dentre os quais convém destacar as Instruções nº 358, de 2002, nº 361, de 2003, nº 400, de 2003, nº 480, de 2009, e nº 481, de 2009.

42. A Instrução nº 480, de 2009, desempenha, nesse arcabouço regulatório, a função de espinha dorsal, pois é nela que se encontram dispostas as regras fundamentais de obtenção, manutenção e cancelamento do registro junto à CVM dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados¹³. Nessa esteira, referida Instrução define os alicerces do regime informacional a que se submetem as companhias abertas bem como estabelece regras básicas a serem observadas na divulgação de informações.

43. Por sua importância, permito-me reproduzi-las abaixo:

Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

Art. 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Art. 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.

Art. 17. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Art. 18. Sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado.

Art. 19. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

44. Tais regras, repito, devem ser observadas pelas companhias abertas na prestação de qualquer informação e, notadamente, na divulgação de aviso de fato ou ato relevante, de que tratam o artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976¹⁴ e os artigos 2º a 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002.

45. Desse modo, e voltando ao caso em apreço, a Teka deveria ter prestado informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzissem o investidor a erro sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital (art. 14). Deveria, ademais, ter revelado tais informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (art. 16).

46. Contudo, não foi isso o que se passou, já que foi omitida dos investidores parte do Acordo de Subscrição indispensável à correta compreensão do aumento de capital. Com efeito, a previsão de que seria celebrado empréstimo de ações de emissão da Teka entre os Controladores e os veículos do Fundo GEM se afigurava relevante, por diversas razões.

47. A primeira é que tal informação teria indicado ao mercado a real dimensão do risco que o Fundo GEM estava disposto a assumir ao participar do aumento de capital da Teka. Tal aspecto, a meu ver, é de inegável relevância, especialmente por se tratar de companhia que, à época dos fatos, enfrentava grave e notória crise financeira. Nesse contexto, era mesmo de se esperar que a celebração pela Companhia de uma linha de *equity* com novo investidor, que se comprometia a subscrever ações sempre que solicitado até determinado montante, gerasse a percepção de que ele confiava de tal modo na recuperação financeira da companhia que estava disposto a correr o risco do empreendimento. Logo se vê, portanto, que a divulgação do contrato de empréstimo de ações teria dissipado essa falsa expectativa, revelando ao mercado que, em realidade, a Ekika tinha, desde o início da operação, a intenção de desfazer-se das ações subscritas tão logo consumado o aumento de capital, entregando-as aos Controladores, em cumprimento do empréstimo celebrado.

48. A isso os defendentes retrucam que o aviso de fato relevante, publicado em 9.11.2011, não indicava que a Ekika seria um investidor de longo prazo, disposta a manter as ações subscritas por período considerável. Aduzem, em direção diversa, que seria

possível depreender da leitura do aviso o caráter temporário do investimento da Ekika, haja vista a informação, ali contida, da intenção de manter participação de até 5% do capital social, podendo, provisoriamente, tornar-se titular de ações representativas de até 15% do total de preferenciais. Sendo assim, para manter-se no limite de 5%, a Ekika seria levada, naturalmente, a vender ações.

49. O argumento, contudo, não é convincente. A uma, porque o aviso de fato relevante indicava, desenganadamente, a suposta intenção da Ekika em manter participação na Teka, posto que limitada a 5% do capital, a qual, contudo, não era condizente com a realidade, pois o que se observou é que, ao final do aumento de capital, a acusada entregou aos Controladores rigorosamente a mesma quantidade de ações que havia subscrito.

50. A duas, porque o aviso sugeria a *possibilidade* de a Ekika vender parte de sua participação acionária, e não que ela celebraria empréstimo com os Controladores, em virtude do qual teria a *obrigação* de transferir as ações subscritas. Note-se a diferença significativa entre venda futura e incerta de participação – na qual Ekika correria o risco de obter pelas ações preço inferior ao de emissão – e o empréstimo, modalidade de operação na qual tal risco não se faz presente. Risco, se houvesse, seria o de subscrever por preço superior ao de venda das ações emprestadas, o qual, contudo, sequer existiu, visto o deságio previamente ajustado no preço de emissão.

51. A segunda razão é que a divulgação do empréstimo teria colocado os investidores em condições de avaliar, corretamente, o Acordo de Subscrição, notadamente as vantagens que dele esperava perceber o Fundo GEM. Com efeito, a omissão dessa informação impediu que os investidores compreendessem que o deságio de 10,5% no preço de emissão, fixado de antemão no Acordo, prestava-se a proporcionar ao Fundo GEM ganho financeiro adicional àquele resultante da comissão contratualmente ajustada. Tal ganho correspondia à diferença entre o produto obtido com a venda das ações emprestadas, durante o período de precificação, e o montante a ser aportado no aumento de capital.

52. A terceira razão é que a divulgação de que seria celebrado contrato de empréstimo era capaz de influenciar a decisão dos investidores que negociaram ações preferenciais de emissão da Companhia durante o período de precificação. Afinal, a divulgação dessa informação teria indicado que haveria, no referido período, forte pressão vendedora, decorrente, justamente, do arranjo feito entre Controladores e Fundo GEM para viabilizar a subscrição, por este último, de ações no aumento de capital da Companhia.

53. Em particular, os investidores que compraram o papel durante o período de precificação, se estivessem bem informados, poderiam ter decidido diferentemente, abstendo-se de adquirir o ativo ou apenas aceitando fazê-lo por preço inferior. Afinal, é bastante razoável supor que quem comprou a ação o fez na expectativa de sua valorização, motivado, ao menos em parte, pela percepção de que os problemas de solvência da Companhia seriam aliviados pelo Acordo de Subscrição firmado com os veículos do Fundo GEM, que, aparentemente – mas, apenas aparentemente – confiavam de tal modo na capacidade de recuperação da Companhia que aceitavam correr o risco do empreendimento. No entanto, a realidade, como revelada pela apuração conduzida pela CVM, afigurava-se muito diferente, pois que a Ekika entregaria as ações subscritas aos

Controladores tão logo consumado o aumento de capital, em cumprimento do contrato de empréstimo, que, repita-se, não foi divulgado ao mercado.

54. Em suma, por essas razões, entendo que a divulgação de que seriam celebrados contratos de empréstimo era capaz de influenciar a decisão dos investidores e, por conseguinte, deveria ter sido divulgada, nos termos do art. 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 358/2002. Não se tratava de detalhe secundário, sem relevância, que pudesse ser omitido. Concluo, assim, que não foram prestadas ao mercado informações completas sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital, como exigido pelo art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009.

55. E, sendo assim, também não foi assegurada a divulgação equitativa de informações para todo o mercado (art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009). Nesse ponto, tem razão a Acusação quando afirma que ninguém – afora os Controladores, a Ekika e os administradores da Companhia – tinha conhecimento do contrato de empréstimo e, por conseguinte, dos reais termos do Acordo de Subscrição.

56. Criou-se, desse modo, verdadeira assimetria informacional entre os participantes do aumento de capital, uma vez que somente a Ekika e os Controladores puderam negociar no período de precificação e subscrever ações de posse de informações que, como visto linhas acima, eram relevantes para a compreensão da operação como um todo. Tal assimetria traduz verdadeira *vantagem informacional* indevida, sendo, portanto, o primeiro elemento de caracterização da indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade a que se refere o ilícito da prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

Da negociação pela Ekika de ações preferenciais de emissão da Teka durante o aumento de capital

57. Passo então a analisar o terceiro e último aspecto do aumento de capital examinado pela Acusação, o qual diz respeito, especificamente, ao *modus operandi* da Ekika ao negociar ações de emissão da Teka durante o aumento de capital.

58. Conforme demonstrado no curso da instrução deste processo, mediante a produção de provas que não foram contestadas pela defesa, a Ekika tomou emprestadas ações preferenciais dos Controladores, vendeu tais ações durante o período de precificação, por preço semelhante à média simples das cotações de fechamento¹⁵, e utilizou os recursos assim obtidos para acompanhar o aumento de capital. Na sequência, devolveu as novas ações aos Controladores, quitando o empréstimo e apropriando-se do ganho resultante da diferença entre o preço de venda e o preço de subscrição, que, nos termos do Acordo de Subscrição, correspondia a 89,5% da média simples das cotações de fechamento do período de precificação.

59. Em vista disso, a Acusação afirma que, do modo como foi estruturada, a operação proporcionou à Ekika “ganho quase sem risco”, dada a diferença – assegurada contratualmente – entre o preço de venda das ações emprestadas, durante o período de precificação, e o preço de emissão das novas ações, com o deságio de 10,5% previamente ajustado.

60. Aduz, também, que a Ekika atuou, no caso, como mero intermediário, tendo subscrito ações no aumento de capital com recursos que não eram próprios, mas de terceiros, mais precisamente dos investidores que compraram ações preferenciais da Ekika durante o período de precificação.

61. Assevera, ainda a propósito, que, durante aludido período, as negociações com ações preferenciais da Teka seguiram padrão atípico, marcado pelo volume significativamente superior ao observado usualmente, bem como pela forte queda na cotação, a qual seria resultado da pressão vendedora exercida pela Ekika. Destaca, nessa direção, que a cotação de fechamento desabou 14,8% no decorrer do período, ao passo que a queda ocorrida no Ibovespa foi de apenas 1,4%.

62. Quanto a esse último ponto, entendo, em linha com as considerações feitas acima acerca do procedimento de precificação do aumento de capital, que a atipicidade das negociações ocorridas durante aludido período poderia constituir, ao menos em tese, indício de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, prática vedada pela alínea *b* do inciso II da Instrução CVM nº 08/1979. No entanto, como já destacado neste voto, no curso do procedimento apuratório que antecedeu o presente processo sancionador, a área técnica da CVM não encontrou elementos de prova adicionais que convergissem para a configuração da mencionada infração e, por conseguinte, não formulou acusação nessa direção.

63. Observados os estritos limites deste processo sancionador, parece-me que uma eventual queda da cotação, ou um aumento do volume negociado durante o período de precificação, posto que significativos, não se revelam decisivos para o exame da infração imputada aos defendentes, uma vez que tais fatos, por si só, não são aptos a revelar a situação de desigualdade ou desequilíbrio em relação aos demais participantes da operação, que singulariza o tipo administrativo relativo à prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

64. Aliás, diga-se, por oportuno, que, ainda que os fatos fossem examinados exclusivamente sob a perspectiva acusatória, a queda da cotação das ações preferenciais não se afiguraria relevante para a configuração da prática não equitativa, já que se revelava indiferente aos fins perseguidos pela Ekika. Afinal, em termos relativos, o ganho a ser percebido por essa acusada - o “ganho quase sem risco” nas palavras da SEP - resultava da diferença entre o preço de venda das ações emprestadas, durante o período de precificação, e o preço de emissão. Em razão do Acordo de Subscrição, tal diferença havia de corresponder a aproximadamente 10,5%, independentemente da variação da cotação do papel para cima ou para abaixo.

65. Além disso, em termos absolutos, quanto maior fosse o preço obtido com a venda das ações, maior seria o ganho financeiro a ser obtido pela Ekika, de modo que não estou convencido de que a queda das cotações era o resultado que os defendentes almejavam alcançar.

66. Também discordo da Acusação quando diz que a Ekika subscreveu ações com recursos que não lhe eram próprios. Tal afirmação, ao menos na sua literalidade, não se mostra correta, vez que, no direito pátrio, o empréstimo de bens fungíveis, como ações, tem natureza de mútuo, transferindo-se o domínio das coisas emprestadas ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição (Código Civil, art. 587). Significa dizer que a Ekika era dona das ações emprestadas assim como do produto obtido com a venda dessas ações.

67. A meu ver, o que, de fato, ocorreu é que a subscrição de ações pela Ekika foi financiada com a venda das ações emprestadas. Mas, disso não decorre que a Teka não tenha recebido recursos novos no aumento de capital. Tal opinião não se mostra correta nem jurídica nem economicamente, pois que a subscrição foi realizada mediante o efetivo aporte de recursos financeiros à Companhia. Houve transferência de riqueza, originalmente nas mãos dos acionistas que alienaram suas ações preferenciais durante o período de precificação, para a Companhia, devidamente reconhecida em seu passível não exigível.

68. Também me parece oportuno destacar que o financiamento de subscrição privada mediante a venda de ações emprestadas não configura, *per se*, irregularidade ou causa de desequilíbrio ou desigualdade entre os participantes da operação. Haveria prática não equitativa caso a Ekika tivesse sido privilegiada em razão da estrutura montada no aumento de capital, gozando de vantagens que não tivessem sido estendidas aos demais investidores.

69. Chego, nesse passo, à terceira afirmação da Acusação, segundo a qual a operação teria proporcionado à Ekika “ganho quase sem risco”. Os defendentes rebatem-na com o argumento de que, em realidade, a Ekika estava exposta a dois riscos. O primeiro seria a desvalorização das ações subscritas e o segundo, a dificuldade ou até mesmo a inviabilidade de conseguir alienar as ações emprestadas durante o período de precificação, caso em que estaria, de todo modo, obrigada a cumprir o Acordo de Subscrição, atendendo à chamada de capital.

70. No entanto, os próprios acusados reconhecem, em sua defesa, que o mútuo e a posterior negociação das ações emprestadas consistiram em estratégia adotada com o objetivo de mitigar o risco enfrentado pela Teka mediante “(...) o *hedge de sua posição por meio da venda a descoberto ou equivalente da posição subscrita*”. Com efeito, pelas razões já expostas neste voto, a Teka não correu o risco de desvalorização das ações subscritas.

71. O segundo risco, a seu turno, não me parece tão real como fazem parecer os defendentes, uma vez que, de acordo com a Cláusula 3.1 (b) do Acordo de Subscrição, posteriormente ao período de precificação, a Ekika tinha a faculdade de ajustar o montante que pretendia subscrever no aumento de capital. Com efeito, a referida Cláusula previa o envio, no primeiro dia útil após o período de precificação, do chamado **Subscription Notice**, no qual constaria o **Draw Down Amount**, isto é, o montante a ser subscrito pela Ekika, tendo por base a média das cotações de fechamento efetivamente verificada durante o período de precificação¹⁶.

72. Em vista disso, parece-me que o risco realmente incorrido pela Ekika consistia em não conseguir vender as ações emprestadas por valor ao menos igual à média das cotações de fechamento, pois que, nessa hipótese, ela seria obrigada a empregar recursos adicionais ao montante arrecadado com a venda das ações para atender ao pedido de subscrição formulado pela Companhia.

73. No entanto, ainda que se admita, como alegado, que a Ekika corria, de fato, o risco de não lograr vender as ações emprestadas e, desse modo, ver-se obrigada a realizar o aumento de capital com outros recursos; é forçoso reconhecer que tal risco foi devidamente remunerado pela Companhia. Afinal, diferentemente de qualquer outro investidor, a Ekika fazia jus ao pagamento de comissão, a qual, como explicam os próprios defendentes, justificava-se no compromisso por ela assumido de subscrever ações.

74. De todo modo, não vejo em princípio irregularidade em buscar-se, por meio de arranjos contratuais, a eliminação ou a mitigação de determinados riscos, o que pode revelar-se útil a diversos fins, inclusive à redução dos custos da transação, desde que não se crie, dessa maneira, privilégios para determinado investidor, em detrimento dos demais participantes do mercado. Este é o ponto crucial a ser examinado neste julgamento.

75. Nesse tocante, os defendentes argumentam que “*as regras aplicáveis à Ekika eram exatamente as mesmas aplicáveis aos demais participantes do mercado*”. A afirmação mostra-se correta em certa medida. De um lado, é verdade que era dado a qualquer investidor seguir a mesma estratégia de negociação da Ekika, isto é, tomar ações emprestadas, vendê-las durante o período de precificação, usar os recursos assim obtidos para realizar o aumento de capital (valendo-se do direito de preferência cedido por algum acionista) e, ao final, entregar as ações subscritas em pagamento do empréstimo. Como o deságio no preço de emissão era conhecido do mercado desde a divulgação do Acordo de Subscrição, qualquer um poderia ter tirado proveito da diferença entre o preço de venda das ações emprestadas e o preço de subscrição, tal como procedeu a Ekika.

76. Mas, se isso é verdade, também é verdade que a cronologia das etapas de execução e divulgação da operação colocou a Ekika em condição privilegiada em relação aos demais participantes do mercado, proporcionando-lhe significativa vantagem na realização da estratégia de negociação acima descrita.

77. Isto porque a Ekika soube da intenção da Companhia em realizar o aumento de capital em 7.2.2012, por meio do Aviso Prévio de Notificação de Saque Inicial, com antecedência manifestamente superior à concedida ao restante do mercado, que apenas tomou conhecimento da operação após o encerramento do pregão de 7.3.2012, na véspera do primeiro dia do período de precificação¹⁷.

78. Esse intervalo de aproximadamente um mês permitiu à Ekika preparar-se para o período de precificação. Assim, em 15.2.2012, a acusada recebeu a Notificação de Saque Inicial, informando-lhe, entre outros aspectos da subscrição, que receberia em empréstimo dos Controladores 1.073.989 ações preferenciais. O contrato de mútuo foi celebrado com a Cell Participações e Administração Ltda. em 24 de fevereiro e no dia 29 do mesmo mês a Ekika já dispunha das ações.

79. Ou seja, em 7.3.2012, quando a Companhia divulgou, por meio de aviso de fato relevante, a realização do aumento de capital, a Ekika estava pronta para começar a vender as ações emprestadas já no dia seguinte, data do início do período de precificação.

80. Em contrapartida, os demais participantes do mercado não dispuseram de nenhuma antecedência em relação ao início do período de precificação, pois, como já dito acima, souberam apenas ao final do pregão do dia anterior. Sendo assim, quem quisesse tomar ações emprestadas teria de fazê-lo com a precificação já em curso, de modo que não estaria em condição similar à da Ekika para seguir a estratégia de “shortear” o papel por preço ao menos igual à cotação de fechamento, com o fim de aproveitar-se do deságio definido no preço de emissão das novas ações.

81. Vale frisar, aqui novamente, que, nos termos do Acordo de Subscrição, a Companhia, na data da Notificação de Saque Inicial, isto é, 15.2.2012, deveria ter divulgado aviso de fato relevante acerca da subscrição privada. No entanto, como já exposto, não se tem notícia desse aviso, de sorte que o aumento de capital apenas foi divulgado no dia 7.3.2012, véspera do primeiro dia do período de precificação.

82. Em razão disso, entendo que, além da *vantagem informacional* mencionada linhas acima, a Ekika recebeu também uma *vantagem temporal* que a colocou em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Note-se que ambas as vantagens são indevidas, uma vez que resultam da disseminação inadequada e assimétrica de informações ao mercado, contrariamente às regras que regem o mercado de valores mobiliários. Resta, assim, caracterizada a materialidade da prática não equitativa.

83. Note-se, a propósito, que a produção de dano não é elemento do tipo administrativo em apreço, como amplamente reconhecido por este Colegiado. Assim, no *front running*, que talvez seja o exemplo mais emblemático de prática não equitativa, não se exige a comprovação do prejuízo sofrido pelo cliente do intermediário. Requer-se, antes disso, a demonstração de que o intermediário tomou conhecimento da intenção do cliente em montar posição relevante em certo papel e, antecipando-se ao movimento de alta que assim seria produzido, adquiriu o mesmo ativo, com o intuito de revendê-lo por preço superior¹⁸.

84. O exame da prática não equitativa centra-se, portanto, na conduta do agente e da vantagem por ele alcançada. Pode até ocorrer de o agente, após a integral realização do tipo, provocar algum dano, exaurindo, assim, o ilícito. Mas cuida-se, nessa hipótese, de consequência posterior à consumação do delito e, por isso mesmo, irrelevante para a sua configuração.

85. Em definitivo, o que se exige para a demonstração da prática não equitativa é a prova da vantagem decorrente do tratamento que tenha colocado, *efetiva* ou *potencialmente*, uma das partes em situação de desequilíbrio em relação aos demais participantes da operação. E no caso ora em apreço tal prova encontra-se presente nos autos, como visto nos parágrafos anteriores.

Da autoria e do dolo

86. Caracterizada a materialidade do ilícito, cumpre então examinar a sua autoria, tendo em conta que a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários supõe o dolo específico do agente.

87. As provas dos autos me convencem de que as vantagens indevidas proporcionadas à Ekika resultaram especificamente da execução do arranjo contratual delineado no Acordo de Subscrição, por meio do qual as partes contratantes planejaram minuciosamente as diversas etapas do aumento de capital e a participação de cada uma delas nesse plano.

88. Desse modo, o desígnio de colocar a Ekika em condição de desigualdade em relação aos demais participantes do aumento de capital – que corresponde ao dolo específico da prática não equitativa – constituiu *efeito contratual*, tendo sido consciente e voluntariamente perseguido pelas partes contratantes.

89. Nesse contexto, a Ekika desponta como principal autora do ilícito, já que teve participação ativa em todas as fases do ilícito – celebração do Acordo de Subscrição, divulgação de informações ao mercado, realização do empréstimo de ação, negociação no período de precificação e subscrição de novas ações no aumento de capital, além de ter sido a beneficiária das vantagens indevidas produzidas pela execução do Acordo de Subscrição.

90. A defesa, a propósito, alega que a Ekika não poderia ser punida pelo modo como foi realizado o aumento de capital tampouco pela divulgação de informações ao mercado, vez que competiria à administração da Companhia o desempenho dessas tarefas. O argumento é, em parte, correto. De fato, nos termos da Lei nº 6.404/1976, a responsabilidade pelas referidas atividades recai, de ordinário, sobre os administradores. Por isso mesmo, parece-me acertada a decisão da SEP de também responsabilizar, neste processo, os membros do conselho de administração e o diretor de relações com investidores da Teka.

91. Ocorre, contudo, que, no presente caso, o procedimento observado no aumento de capital foi especificamente disciplinado no Acordo de Subscrição, do qual, como já visto, a Ekika era parte contratante; tendo, portanto, desempenhado papel determinante na configuração de todas as etapas do aumento de capital, bem como na definição das informações que seriam divulgadas ao mercado.

92. Quanto a esse último ponto, cumpre ressaltar que o conteúdo do aviso de fato relevante divulgado em 9.11.2011 tinha sido previamente definido no Anexo G do Acordo de Subscrição e, por conseguinte, refletia a vontade consciente das partes contratantes, inclusive da Ekika. Ademais, de acordo com a Cláusula 9.11, a Ekika tinha o direito de aprovar previamente qualquer aviso de fato relevante, ou outra espécie de comunicado ao mercado que a Companhia pretendesse divulgar com relação a qualquer aspecto das operações objeto do Acordo de Subscrição¹⁹. Em suma, a Ekika compartilhava o controle das informações sobre o aumento que seriam divulgadas ao mercado, do que resultaram a vantagem *informacional* e a *temporal*, como visto neste voto.

93. Tudo isso, enfim, revela a contribuição ativa e decisiva da Ekika no esquema contratualmente engendrado com o fim de proporcionar-lhe privilégios indevidos no aumento de capital da Companhia, em detrimento dos demais participantes do mercado.

94. Outro autor do ilícito foi Marcello Stewers. Na qualidade de diretor de relações com investidores, o acusado era o responsável primário pela divulgação ao mercado de informações sobre o Acordo de Subscrição e o aumento de capital. Era seu dever, portanto, zelar pela completude das informações bem como pela sua disseminação equitativa, em cumprimento à regulamentação da CVM. Desse modo, Marcello Stewers tinha pleno controle das consequências da prática ilícita, tendo sido diretamente responsável por conferir à Ekika a vantagem *informacional* e a *temporal*, consoante exposto neste voto.

95. Ao lado da Ekika e de Marcello Stewers, que desempenharam papel central no concurso de pessoas, entendo que participaram ativa e deliberadamente da prática ilícita os membros do Conselho de Administração ora acusados e os Controladores.

96. Com efeito, os conselheiros acusados aprovaram o Acordo de Subscrição na reunião de Conselho ocorrida em 27.10.2011, tendo, assim, autorizado, em nome da Companhia, que futuros aumentos de capital fossem realizados nos termos convencionados. Nesse ponto, vale frisar novamente que o conteúdo do aviso de fato relevante divulgado em 9.11.2012 tinha sido previamente definido no Anexo G do referido Acordo de Subscrição, o que evidencia que os conselheiros aceitaram, consciente e voluntariamente, a divulgação de informações incompletas ao mercado e a assimetria informacional daí decorrente em favor da Ekika.

97. Ademais, os conselheiros aprovaram a realização do aumento de capital, em reunião ocorrida em 3.4.2012, bem como a sua homologação em 30.5.2012. Vale dizer, portanto, que contribuíram de maneira decisiva para a produção do ilícito, que de outro modo não teria sido consumado.

98. Alcanço a mesma conclusão em relação aos Controladores, que celebraram o Acordo de Subscrição e, por consequência, anuíram expressamente com a realização do aumento de capital nos termos ajustados contratualmente, notadamente com a divulgação defeituosa e assimétrica de informações ao mercado, que teria por efeito colocar a Ekika em posição de desigualdade em relação aos demais participantes do aumento de capital. Além disso, entre outras obrigações estipuladas no Acordo de Subscrição, os Controladores comprometeram-se a emprestar ações preferenciais à Ekika, bem como a ceder-lhe o direito de preferência para subscrição de novas ações. Em outras palavras, os Controladores concorreram efetiva e concretamente para a consumação da prática ilícita, tendo provido à Ekika os meios necessários para obter vantagens indevidas em detrimento dos demais participantes da operação.

99. No entanto, entendo que não há provas a demonstrar a concorrência da Riverdale para a prática não equitativa. Nesse tocante, a Acusação baseou-se, exclusivamente, no fato de a Riverdale ser parte contratante do Acordo de Subscrição. Se, de um lado, tal fato demonstra que a Riverdale tinha consciência e vontade em participar do esquema ilícito, de

outro, não se mostra suficiente para comprovar a sua efetiva participação, uma vez que, diferentemente da Ekika, a acusada não tomou ações emprestadas, não negociou durante o período de precificação e tampouco subscreveu ações no aumento de capital.

100. Além disso, o seu consentimento não era *conditio sine qua non* para o Acordo de Subscrição, o qual poderia ter sido executado, exatamente nas mesmas condições observadas no presente caso, ainda que não tivesse sido parte contratante.

II. DA FALTA DE ATUALIZAÇÃO DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

101. Concluído o exame das acusações relativas à ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, passo então a analisar a acusação formulada em face de Marcello Stewers de infração ao disposto no artigo 24, **caput** e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, em virtude de não ter atualizado tempestivamente o Formulário de Referência da Companhia, com informações relativas ao aumento de capital (itens 17.1 e 17.2 do Anexo 24 da referida Instrução), bem como referentes às participações acionárias dos acionistas controladores R.M.M.F. Participações Ltda. e Rolf Kuenhrich (item 15.1 do mesmo Anexo 24).

102. De acordo com a SEP, embora o aumento de capital tenha sido homologado em reunião do conselho de administração ocorrida em 30.5.2012, a versão do Formulário protocolada na CVM no dia seguinte – versão 2012 1.0 – não contemplaria as mudanças ocorridas no capital social da Teka.

103. O acusado, em sua defesa, não contesta o fato, mas argumenta que a atualização não foi efetuada por falta de tempo hábil, haja vista o aumento ter sido homologado na véspera do termo final do prazo de que dispunha a Companhia para divulgar a versão atualizada de seu formulário de referência. Alega, nessa direção, que o formulário já se encontrava pronto antes da aludida reunião do Conselho de Administração da Companhia.

104. Tal justificativa, contudo, não procede. De acordo com o já mencionado §3º, II, do art. 24 da Instrução CVM nº 480/2009, o emissor deve atualizar os campos relativos ao capital social em até sete dias úteis contados da sua alteração. Desta feita, ainda que não estivesse obrigado a atualizar tais campos até o dia 31.5.2012, dia seguinte à homologação do capital, é forçoso reconhecer que deveria ter se desincumbido desse dever dentro do prazo regulamentar, findo em 12.6.2012. No entanto, a versão do formulário de referência, com as informações atualizadas sobre o capital social, somente foi disponibilizada em 30.7.2012 (versão 2012 2.0).

105. A SEP também identificou que, no campo 15.1 da versão do formulário de referência da Companhia divulgado em 31.5.2012, não constavam informações atualizadas sobre as participações diretas dos controladores R.M.M.F. Participações Ltda. e Rolf Kuenhrich no capital social da Companhia, muito embora tivessem subscrito ações no âmbito do aumento de capital homologado no dia anterior.

106. Nesse tocante, o acusado alega que tais acionistas não poderiam ser caracterizados como controladores da Teka e, por conseguinte, não era exigida a divulgação, no Formulário de Referência, de sua participação no capital social da Companhia.

107. Discordo da defesa. Nos termos do art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, uma vez ocorrida alteração do capital social, devem ser atualizados todos os campos do Formulário de Referência que sejam afetados pelo referido evento. A propósito, o Ofício-Circular CVM/SEP/Nº03/2012, divulgado em 9.5.2012, já esclarecia que a “*Instrução CVM nº 480/09 prevê, nos parágrafos 3º e 4º do artigo 24, determinados eventos que impõem a obrigação dos emissores registrados nas Categorias A e B de atualizar, em até sete dias úteis contados da data da ocorrência do evento, os campos do Formulário de Referência cujas informações sejam por eles afetadas*”.

108. Desse modo, verificando-se, no aumento de capital, a subscrição de ações por parte de controladores, fazia-se necessária a atualização do campo 15.1, relativo à participação acionária do acionista ou grupo de acionistas controladores.

109. A alegação do acusado de que os referidos acionistas não participavam do controle da Companhia não me convence. No próprio formulário de referência que ora se discute, colhe-se a informação de que a R.M.M.F. Participações Ltda. era titular de 56,96% do capital social da Monte Claro, acionista que controlava diretamente a Teka. Por sua vez, Rolf Kuenrich e outros membros de sua família detinham, em conjunto, 75% das cotas representativas do capital social da R.M.M.F. Participações Ltda.

110. Disso decorre que o campo 15.1 do formulário de referência deveria ter sido atualizado no prazo de sete dias úteis, contados do aumento de capital homologado em 30.5.2012, de modo a refletir as participações que R.M.M.F. Participações Ltda. e Rolf Kuenrich passaram a deter diretamente na Companhia.

111. Entendo, assim, que restou caracterizada a infração ao disposto no artigo 24, **caput**, e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, por Marcello Stewers, que, à época dos fatos, desempenhava a função de diretor de relações com investidores da Teka.

III. CONCLUSÃO

112. Passo, enfim, às conclusões do voto. Como visto acima, Ekika e Marcello Stewers foram os autores da prática não equitativa, infração considerada grave nos termos do inciso III da Instrução CVM nº 08/1979. A conduta dos acusados revela-se especialmente reprovável, pois o ilícito por eles engendrado compromete um dos pilares do eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários, a saber, o “princípio da equidade nas negociações” travadas entre investidores²⁰. A concessão de privilégios para determinado investidor, em detrimento dos demais participantes do mercado, como verificado no presente caso, gera a percepção extremamente danosa para o desenvolvimento do mercado brasileiro de que as oportunidades de ganho e de perda não são as mesmas para todos. A consequência disso é o abalo na credibilidade do mercado e a disseminação junto aos investidores, especialmente junto aos pequenos poupadores, de que o investimento em valores mobiliários não é destino seguro para a aplicação de seus recursos.

113. De outra parte, como exposto neste voto, os membros do conselho de administração, que aprovaram o Acordo de Subscrição, e os Controladores foram partícipes da prática não equitativa, uma vez que contribuíram, em maior ou menor medida, mas, sempre de maneira significativa, para sua consumação. Entendo que todos devem ser responsabilizados, observando-se a aplicação analógica do art. 29 do Código Penal, de acordo com o qual “quem, de qualquer modo, concorre para o crime incide nas penas a este cominadas, na medida de sua culpabilidade”.

114. Diante disso, voto nos seguintes termos:

- (i) condenação de Ekika Empreendimentos e Participações S.A. à penalidade de proibição temporária por 5 (cinco) anos de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, com fulcro no inciso VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (ii) condenação de Marcello Stewers à penalidade de inabilitação temporária por 2 (dois) anos para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, com fulcro no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (iii) condenação de Marcello Stewers à penalidade pecuniária no valor de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela infração ao disposto no artigo 24, **caput**, e §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009;
- (iv) condenação de Cell Participações e Administração Ltda. à penalidade pecuniária no valor de 300.000,00 (trezentos mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (v) condenação de Monte Claro Participações e Serviços S.A. à penalidade pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (duzentos mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (vi) condenação de Frederico Kuehnrich Neto, Rolf Kuehnrich, Luis Frederico Kuehnrich, Mário John e Luiz Fernando Brandt à penalidade pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79; e

- (vii) absolvição de Riverdale Consultoria Ltda. da acusação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2016

Pablo Renteria
DIRETOR-RELATOR

¹Sobre o tema, v. William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, p. 383.

²Nessa direção, na doutrina especializada: “(...) the large majority of PIPE deals are undertaken by small public companies. These companies generally pursue PIPEs not because they offer advantages over other financing alternatives but because the companies have no other financing alternatives. By and large, PIPE issuers are not only small in terms of market capitalization but have weak cash flow and poorly performing stocks. A recent study of PIPE issuers by Professors Chaplinsky and Haushalter found that ‘more than 84% of PIPE issuers have negative operating cash flow and over 50% of the issuers have falling stock prices in the year prior to issue.’ Further, a majority of them will run out of cash within a year unless they obtain additional financing. Thus, traditional forms of financing are simply not an option. Few, if any, investment banking firms are willing to underwrite follow-on offerings for small, distressed public companies. Further, these companies lack the collateral and financial performance to qualify for bank loans and the upside potential to attract traditional private equity financing (William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, pp. 386-387).

³ V. a propósito William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, pp. 387; e ainda David J. Brophy; Paige P. Ouimet; Clemens Sialm, *Hedge Funds as Investors of Last Resort*, in *Review of Financial Studies*, August 2006, p. 15.

⁴ IA CVM nº 06/94, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 21.3.2002. Veja-se, também, IA CVM nº 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 23.11.2000.

⁵ PAS 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 23.11.2000.

⁶ De acordo com o Termo de Acusação, as médias diárias do número de negócios e de títulos negociados, durante os 15 pregões do Período de Precificação, foram, respectivamente, 2,1 e 2,5 vezes maiores que as médias observadas nos 15 pregões anteriores ao referido período. A diferença passa a ser de, respectivamente, 4,8 e 6,1 vezes quando se comparam as médias do Período de Precificação com aquelas referentes aos 15 pregões posteriores.

⁷ Nessadireção, o Termo de Acusação refere-se à Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976.

⁸ Processo CVM nº RJ2004/5476, voto do Presidente Marcelo Trindade, julg. 1.3.2005.

⁹ Cláusula 9.11: “*The Parties agree that the press release (Fato Relevante) to be published by the Company immediately after the date hereof shall be substantially in the form of Exhibit G. (...)*”.

¹⁰ Cláusula 9.11: “*(...) On the Initial Draw Down Notice Date, the Company shall publish a press release (Fato Relevante) announcing the details thereof in accordance, where applicable, with the requirements of the applicable Law.*” Assim consta da tradução juramentada do Acordo: “*(...) Na Data da Notificação de Saque Inicial, a Sociedade publicará um press release (Fato Relevante) anunciando seus detalhes de acordo, quando aplicável, com as exigências da Lei aplicável*” (fl. 94).

¹¹ De acordo com o art. 4º da Lei n.º 6.385/1976, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Nesse sentido, ao discorrer sobre o princípio do **full disclosure**, Modesto Carvalhosa afirma que “[o] sistema de revelação dos fatos negociais e institucionais relevantes da companhia constitui a mais importante salvaguarda para os investidores, porque lhes permite avaliar, por si mesmos, todos os dados necessários para a verificação do efetivo preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia”. Ainda segundo o autor, esse sistema objetiva “não só a proteção legal dos acionistas, mas também a segurança jurídica do público investidor e da própria estrutura do mercado de capitais, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia” (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3º volume, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 411-412).

¹² O art. 22, § 1º, da Lei n.º 6.385/1976 atribui competência à CVM para expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação.

¹³ Com exceção dos fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, cujo registro obedece a regras estabelecidas em regulamentação específica da CVM (Instrução CVM nº 480, 2009, art. 1º, §3º).

¹⁴ Segundo tal dispositivo legal: “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”.

¹⁵ Nesse sentido, o preço médio (ponderado pelo volume) das vendas efetuadas pela Ekika durante o Período de Precificação foi de R\$ 1,423, ao passo em que a média simples das cotações de fechamento durante esse período correspondeu a R\$ 1,420.

¹⁶ Cláusula 3.1 (b): “*By 5 p.m. (São Paulo time) of the first (1st) Business Day following the end of the Pricing Period the Purchaser shall deliver a notice to the Company stating the Applicable Multiple, the Draw Down Amount for which it wishes to subscribe and the relevant Adjusted Draw Down Amount based on the Company’s capital requirements stated in the Initial Draw Down Notice (the ‘Subscription Notice’).*”

Assim consta da tradução juramentada do Acordo: “*Até as 17h00 (horário de São Paulo) do 1º (primeiro) Dia Útil após o término do Período de Precificação, a Compradora entregará uma notificação à Sociedade declarando o Múltiplo Aplicável, o Valor de Saque*

que deseja subscrever e o Valor de Saque Ajustado relevante com base nas exigências de capital da Sociedade indicadas na Notificação de Saque Inicial” (fl. 84).

¹⁷ Conforme consta da página da CVM na rede mundial de computadores (www.cvm.gov.br), aludido aviso de fato relevante foi divulgado às 18:34 do dia 7 de março de 2016.

¹⁸ Nesse sentido, em caso que envolvia a prática de *front running*, o Colegiado pontuou o seguinte: “Sobre a necessidade da ocorrência de prejuízo para que a CVM possa aplicar penalidades alegada pelo defendente, entendo que a existência de prejuízo não é elemento do tipo de prática não equitativa, nem de qualquer outro tipo previsto na Instrução CVM nº 08/79” (PAS CVM nº 04/00, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 17.2.2005). Em outro caso que tratava da ocorrência de prática não equitativa, o Colegiado novamente destacou a desnecessidade de dano para a configuração do tipo: “Cabe lembrar (...) que não é necessário prejuízo de uma das partes para configurar o tipo, apenas situação de desigualdade ou desequilíbrio, concretizada pelo lucro auferido por uma das contrapartes” (PAS CVM nº 20/2005, Rel. Dir. Eli Loria, julg. 12.4.2011).

¹⁹ Cláusula 9.11: “(...) *Save to the extent required by Law or by the Principal Market or any other regulatory authority (in which case the Company and the Purchaser shall be obligated to use their respective reasonable endeavours to consult with one another), the Company and the Purchaser shall have the right to approve before issue any press releases or any other public statement which the other may propose to issue or make with respect to any aspect of the transactions contemplated hereby.*” Assim consta da tradução juramentada do Acordo: “(...) *Salvo na medida em que for exigido pela lei ou pelo Mercado Principal ou qualquer outra autoridade reguladora (caso em que a Sociedade e a Compradora serão obrigadas a envidar seus respectivos esforços razoáveis para consultar uma à outra), a Sociedade e a Compradora terão o direito de aprovar antes de emitir qualquer press release ou qualquer outra declaração pública que a outra possa propor para que seja emitida ou efetuada com relação a qualquer aspecto das operações ora contempladas*” (fl. 95).

²⁰ Conforme ressaltado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco, “o mercado de valores mobiliários rege-se por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam valer-se de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições” (IA CVM nº SP2002/0397, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 18.12.2003).

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605 realizada no dia 23 de agosto de 2016.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
DIRETOR

Manifestação de voto do Diretor Gustavo Tavares Borba na Sessão de Julgamento do Processo administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605 realizada no dia 23 de agosto de 2016.

Eu também acompanho o voto do Relator, Senhor Presidente.

Gustavo Tavares Borba
DIRETOR

Manifestação de voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605 realizada no dia 23 de agosto de 2016.

Senhor Presidente, estou totalmente de acordo com o robusto voto do Diretor-relator, e queria destacar principalmente a preocupação não apenas com o tipo de operação, mas com a forma que ela foi realizada, cujos prazos e incompletude da informação, quando analisadas em conjunto, indicam claramente o exercício de prática não equitativa.

Nesse sentido, acompanho as penalidades aplicadas pelo Relator, nos termos do seu voto.

Henrique Balduino Machado Moreira
DIRETOR

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605 realizada no dia 23 de agosto de 2016.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade, decidiu por uma absolvição e pela aplicação das penalidades de inabilitação e proibição temporárias e multas pecuniárias individuais, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que, com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, a decisão absolutória transita em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE