

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2015/13651

- Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho
Luiz Eduardo Haus Sukienik
- Ementa: Uso de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da companhia Brasil Brokers Participações S.A. 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, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu:
1. Por maioria de votos, aplicar ao acusado Ariovaldo da Silva Rocha Filho a pena de multa pecuniária de R\$100.000,00, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c os parágrafos 1º e 4º do art. 13, da Instrução CVM nº 358/2002; e
 2. Por maioria de votos, aplicar ao acusado Luiz Eduardo Haus Sukienik a pena de multa pecuniária de R\$100.000,00, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c os parágrafos 1º e 4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

O Colegiado deliberou, também, a comunicação do resultado do julgamento ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO /CVM/SGE/nº 15/2016 (fls. 324).

A sessão de julgamento teve início em 20 de fevereiro de 2018, ocasião em que o Diretor-relator Gustavo Machado Gonzalez votou pela condenação dos acusados Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik, na qualidade de acionistas da Brasil Brokers Participações S.A., à multa individual no valor de R\$ 100.000,00, pela utilização de informação privilegiada em negócios no mercado de valores mobiliários, em infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404/76, c/c os parágrafos 1º e 4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

Após a leitura do voto do Relator, instado a pronunciar o seu voto, o Diretor Gustavo Borba pediu vista dos autos do processo. Em seguida, o diretor Pablo Renteria, na qualidade de presidente, suspendeu a sessão, informando a sua continuação para o dia 20 de março do presente ano, às 15h.

Presentes os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Gustavo Borba, Henrique Machado e Pablo Renteria, que presidiu a sessão.

Presente a Procuradora-federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Ausente o presidente da CVM, Marcelo Barbosa.

Ausentes os acusados e o representante constituído.

Em 20 de março de 2018, na continuação da sessão de julgamento, o acusado Luiz Eduardo Sukienik esteve presente e proferiu sua defesa oral.

Após a defesa do acusado, o Diretor Gustavo Borba apresentou manifestação de voto (i) absolvendo Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik da acusação de violação do art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, com

relação aos negócios realizados fora do período de vedação estabelecido no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, divergindo, portanto, do Diretor-relator; e (ii) com relação aos negócios efetuados por Ariovaldo Rocha Filho e por Luiz Eduardo Haus no período vedado à negociação, acompanhou as conclusões do Diretor-relator de condenação por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, mas, concluiu pela aplicação de multa pecuniária no valor de R\$40.000,00 ao acusado Ariovaldo da Silva Rocha Filho e pela aplicação da penalidade de advertência ao acusado Luiz Eduardo Haus Sukienik. Nesta oportunidade, o Presidente Marcelo Barbosa pediu vista dos autos do processo.

Estavam presentes nessa data os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Gustavo Borba, Henrique Machado, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a sessão, bem como o Procurador-federal Leonardo Montanholi, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Em 19 de junho de 2018, na nova continuação da sessão de julgamento, o Presidente Marcelo Barbosa apresentou sua manifestação de voto, declarando que, não obstante concordar com a conclusão do voto do Diretor-relator, acompanhando, dessa forma, as penalidades por ele impostas aos acusados, faria algumas considerações relativas a um ponto da fundamentação do seu voto.

Nessa mesma data, o Diretor Pablo Renteria proferiu o seu voto, acompanhando os termos do voto do Relator, Diretor Gustavo Machado Gonzalez.

Participaram dessa continuação da sessão de julgamento os Diretores Gustavo Machado Machado Gonzalez, Relator, Gustavo Borba, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a sessão.

Presente a Procuradora-federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Ausente o Diretor Henrique Balduino Machado Moreira.

Ausentes os acusados e o representante constituído.

Os acusados punidos terão prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 29 da Lei nº 13.506/2017, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 229 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsortes tiverem diferentes procuradores.

Rio de Janeiro, 19 de junho de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

Marcelo Barbosa
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/13651

Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho
Luiz Eduardo Haus Sukienik

Assunto: Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP para apurar a responsabilidade de Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik, na qualidade de acionistas da Brasil Brokers Participações S.A. (“*Brasil Brokers*”, ou “Companhia”), pelo suposto uso de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da Companhia, em infração aos artigos 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02.

I. DOS FATOS.

2. Em 14.02.2014, a SEP instaurou o Processo CVM nº RJ2014/1992 para analisar operações com ações de emissão da *Brasil Brokers* realizadas por acionistas controladores e administradores em dias anteriores a divulgações de informações financeiras pela Companhia.

3. Em sua investigação inicial, a SEP analisou negócios realizados por dez pessoas vinculadas à Companhia em dias que antecederam as divulgações de demonstrações financeiras, ou informações trimestrais. Tendo em vista as particularidades da conduta de cada uma das pessoas investigadas, incluindo os seus históricos de negociações, volumes negociados, acesso a informações não divulgadas ao mercado, dentre outros elementos, a SEP emitiu, com fundamento no item II da Deliberação CVM nº 542/08, sete Ofícios de Alerta, e apresentou Termo de Acusação contra Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik, por entender que suas condutas seriam consideravelmente mais graves que as demais.

4. No momento em que realizaram as operações destacadas pela SEP, Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik eram signatários do acordo de acionistas da Brasil Brokers. O referido acordo foi inicialmente celebrado no processo de consolidação de corretoras que deu origem à Companhia e, no período relevante para fins deste processo, não garantia mais aos seus signatários o controle acionário.

5. A acusação é baseada em quatro negócios realizados por Ariovaldo da Silva Rocha Filho e três negócios realizados por Luiz Eduardo Haus Sukienik, após esses terem acesso à prévia dos resultados e antes da sua divulgação ao mercado. As tabelas abaixo resumem os negócios realizados por cada um dos acusados e que, na visão da SEP, configuraram infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e art.13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002:

Ariovaldo da Silva Rocha Filho						
Data de recebimento da prévia dos resultados	Data do negócio	Data de divulgação ao mercado	Operação	Volume negociado	Qtd. de ações	Preço médio
24.10.2014	27.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 27.300,00	9.100	R\$ 3,00
24.10.2014	28.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 29.205,00	9.900	R\$ 2,95
24.10.2014	29.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 32.859,00	11.000	R\$ 2,99
24.10.2014	05.11.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 14.700,00	5.000	R\$ 2,94

Luiz Eduardo Haus Sukienik						
Data de recebimento da prévia dos resultados	Data do negócio	Data de divulgação ao mercado	Operação	Volume negociado	Qtd. de ações	Preço médio
20.04.2013	25.04.2013	09.05.2013 (1º ITR/2013)	Venda	R\$ 19.460,00	2.800	R\$ 6,95
18.10.2013	23.10.2013	13.11.2013 (3º ITR/2013)	Venda	R\$ 17.850,00	3.000	R\$ 5,95
24.10.2014	28.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 29.820,00	10.000	R\$ 2,98

6. É importante ressaltar que a informação acerca das datas de recebimento das prévias de resultado foi fornecida pela própria *Brasil Brokers*, acompanhada da documentação de suporte (incluindo os e-mails enviados aos acusados).

II. MANIFESTAÇÕES PRÉVIAS – DELIBERAÇÃO CVM Nº 538/2008.

Ariovaldo da Silva Rocha Filho.

7. Solicitado a se manifestar, o Sr. Ariovaldo Filho informou¹, resumidamente, que:

- a) nas datas em que as vendas em questão foram realizadas, ele já não pertencia mais ao bloco de controle da *Brasil Brokers* e não possuía qualquer informação privilegiada sobre a Companhia;
- b) as vendas realizadas em 27, 28 e 29.10.2014 foram feitas fora do período de vedação e, principalmente, sem acesso a qualquer informação privilegiada;
- c) por um descuido na contagem do prazo do período de vedação, ele teria mantido a estratégia de desinvestimento que já vinha adotando nos dias anteriores e realizado uma pequena venda em 05.11.2014, primeiro dia do impedimento; e
- d) o seu perfil de investidor, bem como as características das operações realizadas, evidenciavam que as suas operações não foram realizadas com a intenção de burlar a legislação, sendo a operação do dia 05.11.2014 um mero descuido de um investidor não habitual.

Luiz Eduardo Haus Sukienik.

8. Por sua vez, Luiz Eduardo Haus Sukienik informou, em duas manifestações separadas, resumidamente², que:

- a) o calendário de eventos corporativos da Companhia previa originalmente a divulgação do 1º ITR/2013 em 15.05.2013. No dia 25.04.2013, justamente na data em que teria sido comunicado pelo diretor de relações com

investidores acerca da antecipação da divulgação para 09.05.2013, ele, num momento de coincidência e desatenção, acabou negociando ações da Companhia;

- b) o contexto da operação indicaria que essa foi fruto de um breve descuido;
- c) o negócio não poderia ser considerada atípico, envolveu um baixo volume, e propiciou uma vantagem econômica irrisória;
- d) o negócio não teria sido feito com base em informações privilegiadas, as quais sequer seriam de seu conhecimento, pois não estava envolvido no operacional da *Brasil Brokers*, sendo o seu trabalho restrito a uma das empresas controladas;
- e) as vendas dos dias 23.10.2013 e 28.10.2014 foram feitas antes do período de vedação previsto na Instrução CVM nº 358/02;
- f) as informações financeiras da Companhia não continham nada que pudesse influenciar, de modo ponderável, na cotação das ações, razão pela qual não haveria que se falar em acesso à informação "relevante"; e
- g) ainda que as referidas informações fossem consideradas relevantes, seria evidente que ele não teria utilizado tal informação com a finalidade de obter vantagem econômica, uma vez que o comportamento racional do agente que espera auferir vantagem seria alienar o maior número possível de ações, ou, ao menos, alienar um número significativo que reflita em bom ganho financeiro, o que não teria sido o caso.

III. ACUSAÇÃO.

9. A SEP entendeu que os argumentos trazidos por Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik não eram aptos a descaracterizar o uso de informação privilegiada relativa às demonstrações financeiras, restando, portanto, caracterizada, a infração aos artigos 155, §4º, da Lei nº 6.404/976, e 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002. Os próximos parágrafos resumem os principais argumentos trazidos no Termo de Acusação.

Ariovaldo da Silva Rocha Filho.

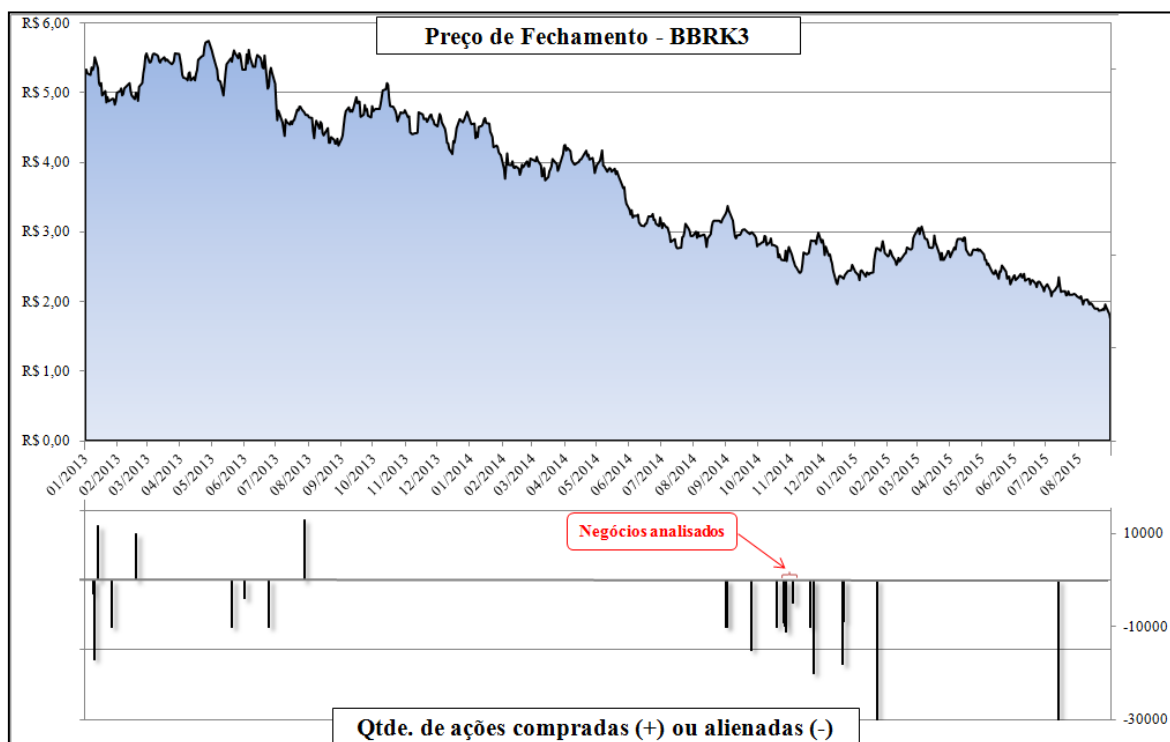
10. Inicialmente, a SEP refuta o argumento de Ariovaldo da Silva Rocha de que esse não teria tido acesso a informações privilegiadas à época dos negócios, alegando ter demonstrado que a Companhia havia lhe enviado as prévias do 3º ITR/2014 em 24.10.2014. Com relação à relevância das informações financeiras, a área técnica faz referência ao voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/13047, no qual registrou que "as demonstrações financeiras talvez sejam o documento que mais gera expectativas nos acionistas, nos demais investidores e nos agentes do mercado".

11. A SEP também rechaça o segundo argumento do acusado, de que três vendas teriam ocorrido fora do período de vedação, enquanto a última teria sido feita, por descuido, no primeiro dia de vedação. Nesse ponto, a SEP assevera que a restrição constante no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02 tem base nos comandos da Lei nº 6.404/76 sobre o uso de informação privilegiada, notadamente o art. 155, parágrafos 1º e 4º.

12. Assim sendo, caso estejam disponíveis elementos de prova que possibilitem determinar com precisão o momento em que essas pessoas tiveram acesso à

informação – e, no caso, restou demonstrado que Ariovaldo da Silva Rocha Filho teve acesso à prévia das informações trimestrais da Companhia três dias antes de começar a realizar as suas operações de venda – o prazo de quinze dias previsto na norma perde importância, segundo a área técnica, pois não é mais necessário presumir o acesso à informação.

13. O terceiro e último argumento invocado por Ariovaldo da Silva Rocha Filho em sua manifestação foi o de que o seu perfil de investidor, bem como as características das operações realizadas, deixariam claro que ele jamais teria tido intenção de burlar a legislação. Com relação a esse ponto, o Termo de Acusação traz o histórico de negociações de Ariovaldo Filho com valores mobiliários de emissão da *Brasil Brokers* no período de 01.01.2013 a 01.09.2015:



14. A SEP assinala que, embora Ariovaldo da Silva Rocha Filho tenha regularmente vendido ações da Companhia entre 2013 e 2015, inclusive em quantidades diárias superiores às das operações analisadas, as negociações anteriores não descaracterizariam a prática do ilícito. A área técnica fundamenta tal entendimento no voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, acompanhado pela maioria do Colegiado, no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/13047, no qual negou a validade desse argumento em casos onde se tem “*prova cabal, incontestável, de que os Acusados atuaram em período vedado e de posse de informações relevantes*”³.

15. Por fim, a área técnica assinala que Ariovaldo da Silva Rocha Filho não obteve lucro com as operações, tendo deixado de apurar um lucro potencial – caso tivesse realizado as vendas após a divulgação do 3º ITR/2014 – no valor de R\$2.336,00. Contudo, a SEP assinala existir jurisprudência consolidada na casa no sentido de que a não obtenção de lucro não seria, por si só, elemento suficiente para afastar a hipótese de uso indevido de informação privilegiada⁴.

Luiz Eduardo Haus Sukienik.

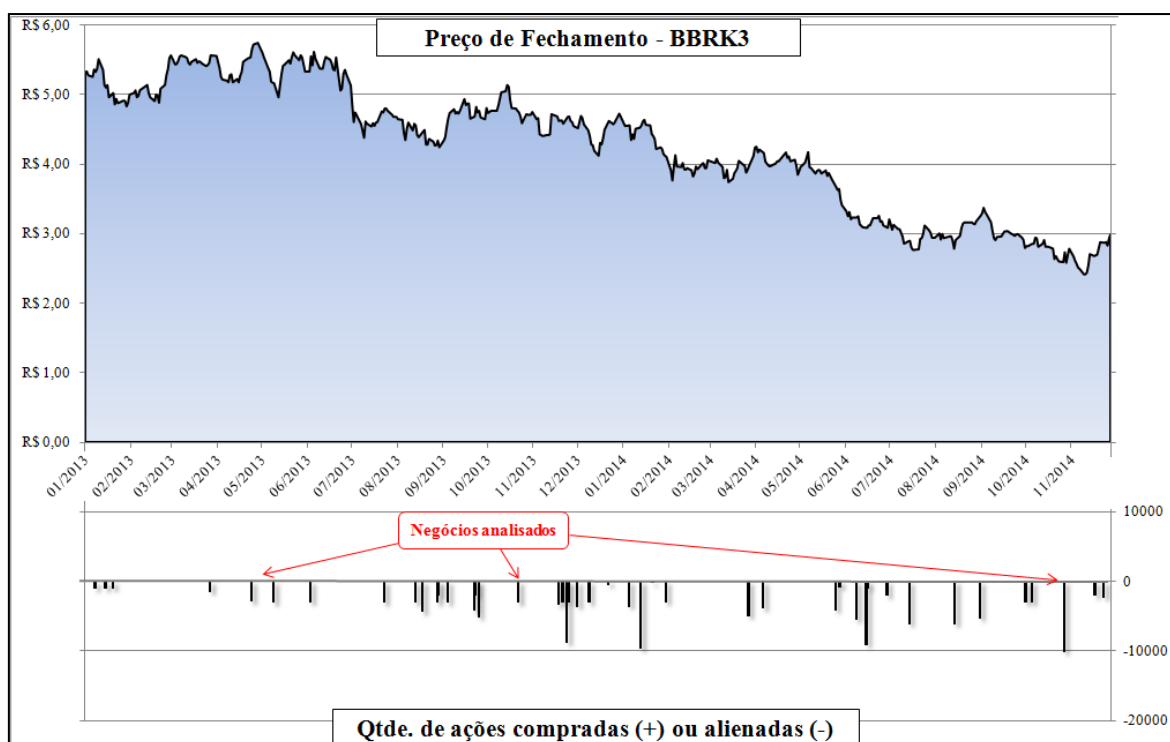
16. Já Luiz Eduardo Haus Sukienik alegou, inicialmente, ter negociado ações da Companhia durante o período de vedação por coincidência e falta de cautela ao checar o calendário corporativo. A SEP, no entanto, contraditou este argumento, demonstrando que, de acordo com a própria Companhia, o acusado teria tido acesso às prévias das informações financeiras antes da realização das operações questionadas.

17. No mesmo sentido, a SEP afasta o argumento do acusado de que os negócios realizados em 23.10.2013 e 28.10.2014 teriam sido realizados antes do período de vedação, visto que ele já teria recebido acesso às informações quando realizou as referidas operações. De acordo com a SEP, Luiz Eduardo Haus Sukienik estaria impedido de negociar no mercado de valores mobiliários depois de ter acesso à informação relevante, sendo, portanto, irrelevante o período de vedação disposto na Instrução CVM nº 358/2002.

18. O terceiro argumento utilizado por Luiz Eduardo Haus Sukienik foi o de que as informações financeiras da Companhia não continham nada que pudesse influenciar de modo ponderável na cotação das ações, de modo que não poderia ser considerada relevante. Nesse ponto, a acusação novamente faz referência ao voto proferido pelo Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/13047, acima referido.

19. Por fim, o último argumento relevante utilizado por Luiz Eduardo Haus Sukienik foi o de que seu histórico de negociação com ações da Companhia indicaria que os negócios questionados pela SEP não teriam sido feitos com a finalidade de se valer de informação privilegiada para obter vantagem indevida.

20. Nesse ponto, o Termo de Acusação traz o histórico de negociações de Luiz Eduardo Haus Sukienik com valores mobiliários de emissão da Brasil Brokers no período de 01.01.2013 a 01.09.2015:



21. A partir do mapa de negociação, a SEP assinala não ser possível ver uma periodicidade nas diversas vendas realizadas por Luiz Eduardo Haus Sukienik no

período. Segundo a área técnica, as vendas realizadas eram concentradas em alguns períodos, sugerindo que a estratégia de desinvestimento do acusado não era constante e linear, mas, sim, fundamentada em sua percepção sobre o valor da Companhia, que se alterava ao longo do tempo. Esse fato, segundo a área técnica, diferenciaria a situação de Luiz Eduardo Haus Sukienik da de outros acionistas, que possuíam esse elemento como mitigador.

22. A SEP ressalta que não há nada de errado com o comportamento predominantemente vendedor dos acionistas fundadores, considerando se tratar de fato esperável, tendo em vista a maneira como a Companhia foi construída. Não obstante, questiona a legalidade dos negócios realizados após o recebimento de informações que, na visão da SEP, eram privilegiadas. Ademais, a área ressalta que Luiz Eduardo Haus Sukienik realizou negócios em períodos alegadamente irregulares em três oportunidades distintas, e que tal recorrência do comportamento desse acionista é um elemento forte o suficiente para afastar a alegação de coincidência e desatenção.

23. Por fim, a SEP ressalta que nas três operações consideradas suspeitas, o Sr. Luiz Eduardo Haus Sukienik evitou um prejuízo potencial (caso tivesse vendido suas ações nos pregões seguintes às divulgações dos resultados) no valor de R\$1.480,00.

IV. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE.

24. A Procuradoria Federal Especializada – PFE examinou a primeira versão da peça acusatória e entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11, ambos da Deliberação CVM nº 538/2008, exceto no tocante ao inciso IV do artigo 6º do citado normativo⁵.

25. A versão original do Termo de Acusação indicava que os acusados eram membros do bloco de controle da Companhia, mas, lhes imputava responsabilidade por infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76. Com base nessa informação, a PFE entendeu que a responsabilização, no caso, deveria ter como fundamento o artigo 116 da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

26. Em resposta à manifestação da PFE, a SEP esclareceu que os acusados eram signatários de um acordo de acionistas que não mais assegurava, de forma permanente, o controle da Companhia. Por tal motivo, a SEP procedeu a ajustes no Termo de Acusação, mas, não acatou a recomendação de que os acusados fossem responsabilizados com fulcro no art. 116. A SEP entendeu, ainda, em linha com a PFE, que a acusação deveria também encampar o art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002, e apresentou uma nova versão do termo de acusação, conjugando o citado dispositivo com o artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76.

V. DA COMUNICAÇÃO AO MINISTÉRIO PÚBLICO.

27. Diante de indícios de crime de ação penal pública, e nos termos do art. 12 da Lei nº 6.385/76 e do art. 10, inciso I, da Deliberação CVM nº 538/2008, a CVM oficiou a Procuradoria da República no Estado de São Paulo⁶.

VI. DEFESA.

Ariovaldo da Silva Rocha Filho.

28. Ariovaldo da Silva Rocha Filho foi duas vezes intimado a apresentar defesa (fls. 307-308 e fls. 331). Em 11.05.2016, o acusado compareceu ao processo e solicitou cópia dos autos (fls. 638), não tendo, contudo, apresentado defesa.

Luiz Eduardo Haus Sukienik.

29. Em 04.04.2016, Luiz Eduardo Haus Sukienik apresentou sua defesa (fls. 334-358), na qual reafirmou os argumentos apresentados nas duas manifestações apresentadas nesse processo (mencionadas no §8º deste relatório) e cujos principais novos argumentos serão resumidos a seguir.

30. A defesa afirma que o precedente RJ2012/13047, citado pela Acusação, seria inaplicável ao presente processo, tendo em vista que se tratava de acusação formulada contra os controladores da *Brasil Brokers* e, conseqüentemente, baseada em outros dispositivos da Lei (os artigos 116 e 117 da Lei nº 6.404/76). Nesse sentido, a defesa pede, em sede preliminar, a anulação do processo, alegando que o termo de acusação, mesmo após ajustado, violaria o princípio da tipificação, pois não alterou suas conclusões, mesmo ciente de que o defendente não era controlador da Companhia.

31. Além disso, o referido precedente tratava de *insider* primário, enquanto este processo refere-se a *insider* secundário. Portanto, no caso ora analisado, a CVM teria o ônus de provar o *insider trading*, não podendo fazer uso de indícios, ou presunções.

32. Em relação às negociações, o defendente afirma que o volume e a periodicidade das vendas seriam provas suficientes de que alienava ações para monetizar seus investimentos, independentemente da variação do papel no mercado. Nesse ponto, o defendente cita o voto vencido da Diretora Luciana Dias no âmbito do mesmo Processo Administrativo Sancionador RJ2012/13047, no qual a referida diretora afirmou que o comportamento típico do *insider* é o *short swing*, ou seja, ficar poucos dias de posse das ações para obter lucro rápido.

33. A defesa demonstra que, após a divulgação dos três resultados trimestrais, a cotação das ações da Companhia teve resultado melhor que o IBOVESPA. Desse modo, não teria fundamento a acusação de que Luiz Eduardo Haus Sukienik, ao vender as ações, utilizou-se de informação privilegiada para obter lucro. Aduz, ademais, que os acionistas da *Brasil Brokers* (administradores das empresas subsidiárias) recebiam mensalmente relatórios de gestão com diversas informações sobre a Companhia. Desse modo, considerar que tais relatórios configurariam informação privilegiada, seria considerar que os administradores das subsidiárias da Companhia tinham informações privilegiadas todos os meses.

34. Por fim, a defesa argumenta que a responsabilidade do agente, em âmbito administrativo, deve sempre ser subjetiva, de modo que o ônus de provar dolo ou culpa recairia sobre a acusação, o que não teria restado comprovado no presente processo.

VII. TERMO DE COMPROMISSO.

35. Luiz Eduardo Haus Sukienik apresentou proposta de Termo de Compromisso, rejeitada pelo Colegiado em reunião realizada em 11.10.2016 (fls. 645/646).

VIII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO.

36. Em 05.06.2015, esse processo foi originalmente distribuído para o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por

tal motivo, em 04.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Pablo Renteria. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 14.07.2017, o presente processo foi redistribuído e fui designado seu Relator (fls. 650).

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

¹ Fls. 233.

² Fls. 237-239 e 244-259.

³ Vide, em especial, os itens 22 e 23 do referido voto.

⁴ Nesse sentido, o próprio PAS CVM nº RJ2012/13047, julgado em 04.11.2014, e o PAS nº 22/04, julgado em 20.06.2007.

⁵ PARECER /Nº1/2016/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, DESPACHO Nº4/2016/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e DESPACHO Nº27/2016/ PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 276-283).

⁶ OFÍCIO /Nº38/2016/CVM/SGE (fls. 324).

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/13651

Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho
Luiz Eduardo Haus Sukienik

Assunto: Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02.

Relator: Gustavo Machado Gonzalez

V O T O

I. INTRODUÇÃO.

1. Este caso analisa se Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik violaram o artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e o art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 ao venderem ações de emissão da *Brasil Brokers Participações S.A.* ("*Brasil Brokers*", ou "Companhia") em períodos que antecederam à divulgação de demonstrações financeiras. As principais características das operações em exame encontram-se resumidas nos quadros apresentados no item 5 do Relatório.

2. Duas questões – uma de fato e outra de direito – me parecem inquestionáveis. Nos fatos, a acusação trouxe provas documentais, comprovando que os acusados receberam as informações acerca das demonstrações financeiras antes de realizarem as operações cuja legalidade aqui se discute.

3. Já a questão de direito se refere à correta interpretação do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. Sobre esse ponto, parece-me claro que não existe uma vedação absoluta de negociação nos períodos mencionados no referido dispositivo. Ao contrário, **as hipóteses previstas no art. 13 constituem apenas presunções relativas**, em que a acusação pode presumir, conforme o caso, (i) a existência de informação privilegiada, (ii) sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, (iii) a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida. Como bem assinalou o Diretor Pablo Renteria no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823 (julgado em 09.12.2015), nas situações descritas no art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002,

admite-se o uso da "prova indireta mediante presunção simples, também denominada presunção judicial, ou prova indiciária, a qual não se confunde com a presunção legal".

II. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE O ART. 13 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002.

4. O entendimento de que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 corporifica algumas regras de presunção é, já há algum tempo, relativamente pacífico nessa casa. O assunto é de fundamental importância para a análise deste caso, motivo pelo qual começo este voto destrinchando algumas das presunções contidas na referida norma regulamentar.

5. Embora o caso em tela trate especificamente do §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (combinado com o art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76), entendo ser importante um exame sistemático do artigo 13. Assim, começo esse exercício pelo *caput* e §1º do referido artigo, a seguir transcritos para facilidade de exame:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato, ou fato, relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função, ou posição, na companhia aberta, sua controladora, suas controladas, ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato, ou fato, relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional, ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados.

6. **O *caput* do art. 13 pode ser decomposto em duas presunções.** A primeira delas é a de que as pessoas elencadas na primeira parte do dispositivo têm acesso a informações relevantes antes da sua divulgação ao mercado¹. Trata-se, portanto, de uma **presunção de acesso**. A segunda presunção é a de que quem possui informação relevante e negocia antes que seja divulgada ao mercado², se utiliza de informação privilegiada para obter vantagem. Nesse caso, temos uma **presunção de uso**.

7. A presunção de uso é uma ferramenta de extrema relevância para a acusação, dado que a prova do elemento intencional é, possivelmente, a mais difícil de ser produzida. Tive a oportunidade de discorrer com mais vagar sobre o assunto no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, ao qual me reporto nesse ponto.

8. Antes de prosseguir, noto que o *caput* do art. 13 não permite presumir a existência da informação relevante. Ao contrário, as presunções nele contidas somente se colocam se a acusação demonstrar que havia informação privilegiada – isto é, relevante e ainda não divulgada ao público. Feita essa demonstração, a acusação pode se valer das presunções do *caput* do art. 13 acima mencionadas.

9. Já o **§1º do art. 13** da Instrução CVM nº 358/2002 estende a presunção de uso constante do *caput* "a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato, ou fato, relevante, sabendo que se trata de informação ainda não

divulgada ao mercado". Nesse item, **há apenas a presunção de uso**, da qual a acusação somente pode se valer se demonstrar que o agente teve acesso à informação privilegiada e tinha ciência do seu caráter reservado.

10. Indo adiante, passo ao exame do art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002. Começo novamente com a transcrição do dispositivo:

§4º - Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §2º do art. 15-A³.

-

11. Quando analisada em detalhe, **a regra do §4º pode ser decomposta em quatro presunções**. A primeira delas é a de que as demonstrações financeiras trimestrais e anuais contêm informações relevantes para fins da Instrução CVM nº 358/2002. A segunda presunção é a de que tais informações já seriam suficientemente maduras 15 dias antes de sua divulgação. A preparação das demonstrações corresponde a um processo, sendo que, nos estágios mais iniciais, talvez não se tenha ainda informação relevante, ainda que a demonstração financeira madura venha, efetivamente, a conter informações dessa natureza⁴. De outro modo, aqueles cuja função na companhia aberta é (ou envolve) acompanhar continuamente os números financeiros, sempre estariam de posse de informação privilegiada.

12. A terceira presunção do §4º do art. 13, por sua vez, é a de que as pessoas indicadas na primeira parte do *caput* do art. 13⁵ teriam tido acesso a tais informações 15 dias antes da divulgação das demonstrações financeiras. A quarta e última presunção está implícita e decorre da interpretação sistemática do art. 13. Trata-se da presunção de que a pessoa que negocia após ter acesso à demonstração financeira e antes da divulgação desse documento, o faz se utilizando da informação privilegiada ali contida. **Em resumo, o artigo 13, §4º, congrega presunções de acesso, de uso e de relevância.**

13. Feitas essas considerações gerais acerca das regras do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 e, em especial, do conteúdo do seu §4º, passo ao exame das questões de mérito.

III. ANÁLISE DO CASO.

14. No regime brasileiro, a caracterização do *insider trading* requer a comprovação de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

15. Como disse, no caso em tela, parece-me indiscutível o acesso dos acusados às informações relativas às demonstrações financeiras antes de essas serem tornadas públicas. Portanto, as questões que precisam ser enfrentadas são (i) se as demonstrações financeiras enviadas aos acusados antes das negociações aqui questionadas consistiam de fato em informações relevantes, e, em caso afirmativo, (ii) se os acusados se valeram de tais informações para obter vantagem em suas operações no mercado.

Considerações gerais sobre os dispositivos alegadamente violados.

16. Antes, contudo, é necessário examinar o primeiro argumento da defesa de Luiz Eduardo Haus Sukienik. Em resumo, o defendente alega que a acusação teria

sido construída a partir do equivocado pressuposto de que ele seria controlador da Companhia, fato que tornaria impositiva a sua absolvição.

17. Entendo que a alegação é, em parte, procedente, mas, que os seus efeitos são mais restritos do que o pleito da defesa. A viga mestre da acusação é o artigo 155, §4º, da Lei Societária, que proíbe a utilização de informação privilegiada por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso⁶. As referências ao bloco de controle, que constavam da versão inicial do Termo de Acusação, foram corrigidas na sua versão definitiva, mas, a narrativa, desde sempre, deixou claros os pressupostos fáticos da acusação: que os acusados teriam tido acesso à informação supostamente privilegiada e negociaram antes da sua divulgação ao mercado. A menção a controle que remanesceu na versão final do Termo de Acusação pode até denotar um pequeno lapso da área técnica, mas, não comprometeu a tese central da acusação, nem trouxe qualquer prejuízo aos acusados.

18. Não obstante, entendo que a acusação de infração ao §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 merece alguns reparos. Em teoria, parece-me claro que os acusados podiam ser acusados de infração a tal dispositivo, uma vez que tiveram acesso às prévias dos resultados da *Brasil Brokers* em razão dos cargos que ocupavam nas controladas da Companhia. Nesse sentido, noto que as pessoas sujeitas ao art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 são aquelas listadas no *caput* daquele mesmo dispositivo, que inclui "quem quer que, em virtude de seu cargo, função, ou posição, na companhia aberta, sua controladora, suas controladas, ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato, ou fato, relevante".

19. Entretanto, **entendo que, de fato, há um problema de tipificação, que não decorre da qualificação dos sujeitos, mas, das características de algumas operações.** Com efeito, dentre os negócios destacados pela SEP, existem operações realizadas mais de 15 dias antes da divulgação das demonstrações financeiras, ou seja, fora do prazo previsto no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. É o caso das vendas realizadas por Ariovaldo Rocha Filho, nos dias 27 e 28.10.2014, e por Luiz Eduardo Haus Sukienik, nos dias 23.10.2013 e 28.10.2014.

20. Penso que o §4º não é o dispositivo da Instrução CVM nº 358/2002 apropriado para tais operações. A construção da SEP requer uma interpretação da norma regulamentar que vai além da sua literalidade. Considerando estarmos tratando de uma conduta que pode, inclusive, configurar crime (artigo 27-D da Lei nº 6.385/76), parece-me mais apropriado adotarmos a interpretação mais aderente ao texto da regra, em respeito aos princípios da reserva legal e da taxatividade (*lex certa*).

21. Ressalto que tal conclusão não impacta o julgamento, em abstrato, da conduta, ou na valoração da sua reprobabilidade. Os processos instaurados pela CVM para apurar o uso de informação privilegiada decorrem da proibição constante dos parágrafos 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76. A rigor, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 não cria uma nova vedação, autônoma, à proibição constante da lei, mas, apenas "estabelece regras atinentes à valoração das provas", como bem assinalado pelo Diretor Pablo Renteria no já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823.

22. Entendo, portanto, que todas as operações destacadas pela SEP podem ser analisadas à luz do art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76. No tocante às operações realizadas com mais de 15 dias de antecedência, considero inadequada a capitulação com base no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. Por tal motivo, tais operações somente serão examinadas com base no dispositivo legal.

23. Ressalto, por fim, inclusive para fins de orientação à área técnica para casos futuros, que a regra geral constante do *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (e do §1º, que o estende a outras pessoas) hoje captura situações onde o agente recebe uma informação privilegiada referente às demonstrações financeiras com antecedência superior àquela estipulada no §4º. Embora as condutas, no caso em tela, não tenham sido capituladas com base no *caput* do art. 13, julgo não haver razão para devolvermos o processo à área técnica, solicitando a adequação da acusação. Afinal de contas, o que se discute, em última instância, é a infração à lei societária e tal acusação, no meu sentir, encontra-se adequadamente formulada.

Existência de informação privilegiada.

24. O segundo argumento que gostaria de enfrentar se refere à relevância das prévias de resultados encaminhadas aos defendentes antes das negociações consideradas irregulares. Como visto no relatório, os dois acusados argumentam que não tinham informação privilegiada no momento em que realizaram os negócios considerados suspeitos.

25. Sobre esse ponto, Luiz Eduardo Haus Sukienik assinala, em primeiro lugar, que os documentos que lhe foram encaminhados antes dos negócios eram apenas relatórios de gestão, enviados mensalmente a todos os administradores das subsidiárias da *Brasil Brokers*, inclusive aqueles que não fossem acionistas, a fim de dar unidade e centralização na gestão. O defendente argumenta que tais relatórios tinham sempre o mesmo formato e que, conseqüentemente, dizer que as prévias trimestrais continham informação relevante implicaria dizer que os relatórios mensais também teriam. Ressalta, ainda, que o formato dos referidos relatórios era totalmente diverso do utilizado nos balanços divulgados pela *Brasil Brokers*.

26. **O formato em que uma informação é fornecida não determina a sua relevância.** As prévias enviadas pela Companhia continham informações detalhadas sobre a evolução dos seus negócios, inclusive separadas por cada controlada, e cobriam métricas relevantes, como por exemplo, (i) vendas, (ii) receitas, (iii) comissões, (iv) estoque, (v) lucro líquido, (vi) custos e despesas, (vii) margem líquida e (viii) contas a receber.

27. Ainda sobre esse ponto, os acusados argumentam que as demonstrações financeiras não seriam capazes, *per se*, de influir de modo ponderável na cotação das ações. A CVM tem adotado, a meu ver corretamente, uma posição bastante rigorosa na análise dos argumentos que visam a afastar a relevância das demonstrações financeiras. Vide, p. ex., o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1020, julgado em 12.09.2017, Relator-Diretor Pablo Renteria.

28. Ademais, o §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 cria a presunção de que as demonstrações financeiras anuais e trimestrais contêm informação relevante. Embora tal presunção seja relativa – como, aliás, são todas as presunções do art. 13 – ela transfere ao acusado o dever de demonstrar que a demonstração financeira não continha dados relevantes.

29. **O caso em tela tem a particularidade de abranger operações realizadas dentro e fora do período coberto pelo §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.** Como expus na seção anterior, o racional do §4º é que, 15 dias antes da divulgação das demonstrações financeiras, já se presume que as informações contábeis preliminares, que circulam internamente dentro da companhia, são suficientemente maduras para serem consideradas relevantes.

30. Com relação às informações contábeis que circulam internamente antes do início do período de 15 dias, não se pode presumir, em respeito ao preceito normativo, que sejam suficientemente maduras a ponto de serem consideradas relevantes. Nesse caso, portanto, cabe à acusação demonstrar que tais informações eram, de fato, relevantes, sem se valer da presunção estabelecida no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

31. No presente caso, entendo que a acusação se desincumbiu plenamente desse ônus, pois as prévias recebidas pelos acusados continham as principais métricas financeiras da Companhia, cujos números coincidiam com aqueles que viriam a ser divulgados ao mercado. Ou seja, encontra-se devidamente comprovado que os dados contábeis e financeiros de que dispunham os acusados já eram suficientemente "maduros" e, por consequência, relevantes.

32. Ademais, quanto às operações realizadas dentro do período de 15 dias que antecedeu a divulgação das demonstrações financeiras, os acusados não trouxeram elementos que comprovassem que as informações recebidas não eram relevantes, fazendo apenas considerações bastante genéricas. Especificamente com relação ao comportamento do papel no pregão posterior à divulgação da informação, vale ressaltar o entendimento, já consolidado nessa casa, de que a oscilação, positiva ou negativa, não é determinante para a análise.

33. No mais, parece-me que acatar a tese do Defendente, a partir dos elementos trazidos em sua manifestação, implicaria indiretamente em eliminar ou, no mínimo, restringir, de forma bastante significativa, a presunção constante do artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002. A meu ver, a presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo, a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel.

34. Assim, diante de todo o exposto, concluo que os acusados estavam de posse de informação privilegiada quando realizaram suas operações, dentro e fora do período de 15 dias a que alude o §4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

Elemento subjetivo: Utilização da informação privilegiada.

35. Diante dessa conclusão, passo ao exame do terceiro e último elemento cuja demonstração é necessária para a condenação por *insider trading*: a utilização da informação privilegiada nas operações destacadas. As manifestações dos defendentes trazem alguns argumentos que visam a atacar esse ponto.

36. Começo lembrando que estamos, novamente, diante de uma regra de presunção. Afinal de contas, havia informação privilegiada que era do conhecimento dos acusados no momento em que as vendas foram feitas. Logo, há uma presunção relativa de uso, e o que se coloca é saber se os argumentos da defesa são capazes de afastar essa presunção.

37. O primeiro argumento é o de que as operações consideradas irregulares pela acusação não teriam as características típicas de uma operação de *insider trading*, principalmente por envolverem valores pouco representativos diante da situação financeira e da quantidade de ações detidas pelos acusados. Sozinho, esse tipo de argumento não me parece apto a desconstituir uma acusação dessa natureza, especialmente quando embasada por um forte conjunto probatório. Caso contrário, estar-se-ia implicitamente adotando uma regra de *minimis* para os casos de *insider trading*, prática altamente reprovável, sem qualquer fundamento, ou respaldo, na lei, ou na norma.

38. Da mesma forma, parece-me que o fato de as operações terem produzido um resultado pouco expressivo – ou mesmo resultado em prejuízo – não basta para refutar a acusação. Com efeito, é consolidado na CVM o entendimento de que a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro na negociação de valores mobiliários.

39. O terceiro e último argumento dos defendentes é baseado no **hábito de negociação**. Os acusados apontam que, habitualmente, vendiam ações da Companhia, a fim de monetizar parte do seu investimento, e que não haveria indícios de que as vendas destacadas pela SEP teriam sido realizadas com a finalidade de se valer de informação privilegiada.

40. A acusação reconhece que os administradores da *Brasil Brokers*, de uma forma geral, eram vendedores contumazes do papel desde o IPO, mas, entende que as operações questionadas preenchiam os elementos típicos do ilícito e que os negócios pretéritos dos defendentes não afastariam o elemento intencional. Nesse sentido, assinalo que outros administradores também foram investigados por operações feitas no período anterior à divulgação das demonstrações financeiras e, ao final, não foram acusados, o que demonstra o cuidado da área de analisar as condutas de forma individualizada.

41. **A força das negociações pretéritas como argumento de defesa em um caso de *insider trading* é um tópico delicado e propício a controvérsias.** Esse ponto foi um dos motivos que levaram o Colegiado a uma decisão dividida no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13047, que também apurou a legalidade de operações realizadas antes da divulgação das demonstrações financeiras. Segundo o voto vencedor do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes, as negociações pretéritas do acusado poderiam ser consideradas na formação do juízo sobre a culpabilidade do acusado apenas nos casos em que a acusação se sustenta exclusivamente em provas indiciárias e não devem ser aplicadas aos casos onde se tem certeza da posse da informação privilegiada⁷. Já a Diretora Luciana Dias defendeu que o hábito de negociação seria um argumento válido de defesa, mesmo nos casos em que há certeza de que o agente tinha conhecimento da informação privilegiada quando operou, tendo votado pela absolvição dos acusados⁸.

42. Em teoria, eu concordo com o argumento da Diretora Luciana Dias. A condenação por *insider trading* somente é possível quando os três elementos do tipo restam comprovados. A prova indiciária – formada por um conjunto de indícios sólidos, consistentes e convergentes – é naturalmente válida, como qualquer outra prova. Ademais, as regras de presunção da Instrução CVM nº 358/2002 autorizam que, a partir da demonstração de certos elementos, se presumam outros: é o que acontece, por exemplo, com o elemento subjetivo do tipo, que, a princípio, pode ser presumido a partir do fato de que o agente tinha a informação e negociou antes de essa ser divulgada.

43. Não obstante, não se pode dar o mesmo peso a provas e a presunções. **O fato de haver uma prova cabal de que o agente tinha a informação relevante não é prova absoluta de que esse utilizou a informação privilegiada durante a negociação.** Pode-se presumir o uso, mas, tal presunção pode ser invalidada por contraindícios. Prevalece o livre convencimento motivado do julgador, mas, não se pode olvidar que certas provas demonstram, de forma eloquente, alguns dos elementos do tipo, mas, somente autorizam que se presumam os demais.

44. Assim sendo, parece-me claro que o hábito de negociação, em teoria, é um argumento de defesa válido, mesmo quando não há dúvidas de que o agente tinha

a informação privilegiada, posto que visa, sobretudo, a atacar o elemento intencional do tipo. Nesse ponto, eu concordo com o entendimento manifestado, em tese, no voto vencido do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13047.

45. Dito isso, e percorrendo o caminho entre a teoria e a prática, entendo que os argumentos baseados em negociações pretéritas precisam ser manuseados com certa cautela. O fato de um *insider* habitualmente negociar com ações da companhia não lhe dá carta branca para negociar sempre que quiser. O julgador deve exercer um julgamento criterioso ao analisar tais alegações, especialmente quando existem elementos que indicam a prática do ilícito – e aqui incluo as presunções aplicáveis às negociações feitas nos (inapropriadamente) chamados “períodos vedados”.

46. Nessa avaliação, deve-se perquirir o que se pode extrair do hábito pretérito de negociação. Sozinho, o fato de os administradores da *Brasil Brokers* serem vendedores contumazes do papel, desde o IPO até, ao menos, o período coberto neste PAS, me parece indicar muito pouco. Como assinalei no voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, “a força desse contraindício [o hábito de negociação] está diretamente correlacionada à similitude entre as operações suspeitas e as operações feitas anteriormente, bem como à recorrência do padrão de negociação”.

47. Em outras palavras, o hábito de negociação parece-me especialmente forte quando demonstra um padrão nas negociações anteriores que indique que as negociações questionadas eram, de certa forma, previsíveis. Ainda assim, não se trata de uma defesa absoluta – como bem lembrou o Diretor Roberto Tadeu no voto acima referido, a Instrução CVM nº 358/2002 dá ao *insider* um instrumento para realizar operações com segurança, o plano de negociações, e os critérios ali previstos para tal plano não resultam de capricho do regulador, mas, de preocupações decorrentes da experiência prática, aqui e alhures⁹.

48. No caso em tela, não há um padrão regular de venda. Os acusados negociaram quantidades que variavam de forma significativa ao longo dos meses: há meses sem negócio, outros em que pouco se negociou e, por fim, momentos em que quantidades expressivas de ações foram alienadas. Assim, no caso dos acusados, parece-me que as vendas feitas antes e durante o período coberto neste processo não são suficientemente fortes para afastar uma acusação dessa natureza.

49. Assim, diante de todo o exposto, entendo configurada a infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e, especificamente no tocante às operações realizadas por Ariovaldo da Silva Rocha Filho, nos dias 29.10 e 05.11.2014, e por Luiz Eduardo Haus Sukienik, no dia 25.04.2013, também ao art.13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

IV. O PERÍODO DE *BLACKOUT* – DA PRESUNÇÃO NORMATIVA À PROIBIÇÃO CONSENSUAL.

50. Gostaria, por fim, de fazer dois comentários acerca das negociações realizadas por administradores e pessoas vinculadas à companhia aberta no período que antecede a divulgação de resultados.

51. O primeiro ponto se refere ao tratamento da matéria nas políticas de negociação. Através de tais documentos, a companhia adota **regras adicionais** às previstas na Lei nº 6.404/76 e na Instrução CVM nº 358/2002, que podem abranger os negócios realizados por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho

fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária (art. 15, *caput*, e parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002).

52. Tais políticas, muitas vezes, repetem, de forma pouca refletida, as regras constantes da Instrução CVM nº 358/2002. Parece-me, contudo, que o transplante dos comandos constantes do art. 13 do referido normativo para uma política de negociação acaba por modificar a natureza daquelas regras, transformando as presunções em verdadeiras proibições. Acredito que muitas companhias possam não ter tido a intenção de estabelecer uma proibição autônoma, mas, não vejo como interpretar uma vedação constante de uma política de negociação como uma regra de presunção.

53. A política de negociação da *Brasil Brokers* foi aprovada em outubro de 2007 e, desde então, não foi alterada. O item 5.4 da referida política tem como título "Vedação à Negociação em Períodos Especiais" e determina que diversas pessoas, incluindo "quem quer que, em virtude de seu cargo, função, ou posição nas Sociedades Controladas, tenha conhecimento de informação relativa a ato, ou fato, relevante da companhia", "não poderão negociar valores mobiliários da Companhia no período de 15 dias anterior à divulgação, ou publicação, quando for o caso, das (a) informações trimestrais da Companhia; e (b) informações anuais da Companhia". Ou seja, não há dúvida que todas as operações realizadas nos 15 dias anteriores à divulgação das demonstrações financeiras por administradores da *Brasil Brokers* e das suas controladas, sujeitos à sua política de negociação, foram feitas em desacordo com as regras estabelecidas pela Companhia.

54. Embora tal fato não impacte na análise da conduta dos acusados, ou na minha decisão de condenação, entendo que o tópico é de extrema importância, por ilustrar de modo bastante eloquente a forma pouco refletida e diligente como tais políticas são, em alguns casos, elaboradas e administradas. A adoção de uma política de negociação é uma boa prática de governança, que deve ser cada vez mais estimulada. Não obstante, tais políticas, assim como as políticas de divulgação, somente cumprem plenamente a sua função quando elaboradas de forma crítica, adequadas às particularidades da companhia¹⁰ e às características dos seus negócios, e, principalmente, implementadas e monitoradas de forma cuidadosa¹¹.

55. Meu segundo ponto se refere ao regime do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. O referido dispositivo reúne uma quantidade de situações bastante diferentes que, a meu ver, somente podem ser interpretadas de modo razoável e coerente quando consideradas um conjunto de regras de presunção. Isso não significa, no meu sentir, que a CVM não tenha competência para proibir certos negócios e que não deva fazê-lo em certas situações, específicas e bem delimitadas.

56. Especificamente no tocante às negociações no período que antecede a divulgação das demonstrações financeiras, parece-me que uma verdadeira vedação, autônoma em relação ao *insider trading*, seria uma solução mais adequada do que a que temos hoje. Noto, inclusive, que tal abordagem é adotada pela União Europeia, onde hoje se proíbe aos dirigentes dos emissores efetuar qualquer operação com os valores mobiliários do emitente no período de 30 dias úteis antes do anúncio de um relatório financeiro intercalar, ou relatório anual (item 11 do artigo 19 do Regulamento (UE) nº 596/2014, o "Regulamento de Abuso de Mercado" ou, simplesmente, "MAR").

57. Na nova regra europeia, essa vedação é autônoma, dissociada da proibição geral ao abuso de informação privilegiada, e tem caráter objetivo. As exceções à proibição do art. 19, item 11, do Regulamento de Abuso de Mercado possuem um regime próprio e bastante restritivo, especificado no próprio direito comunitário

(itens 12 e 13 do artigo 19 do MAR e artigos 7º, 8º e 9º do Regulamento Delegado (UE) 2016/522 da Comissão). Espero que tenhamos a oportunidade de discutir esse assunto no contexto de uma futura reforma da Instrução CVM nº 358/2002, que incluía uma revisão sistemática de todo o art. 13.

V. CONCLUSÃO.

58. Em face de todo o exposto e considerando, de um lado, a gravidade da infração, e, de outro, a primariedade dos Acusados, e com fundamento no artigo 11, inciso II, c/c o §1º da Lei nº 6.385/76, voto nos seguintes termos:

- i. Pela condenação de Ariovaldo da Silva Rocha Filho, à pena de multa pecuniária no valor de 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002¹²; e
- ii. Pela condenação de Luiz Eduardo Haus Sukienik, à pena de multa pecuniária no valor de 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02¹³.

59. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo, em complemento à comunicação já realizada.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

¹ Naturalmente, essa presunção de acesso não pode ser aplicada ao último grupo de indivíduos previsto no *caput* – “quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato, ou fato, relevante” – sob pena de se chegar a uma interpretação circular do dispositivo. Sobre o assunto, faço novamente referência ao voto do Diretor Pablo Renteria no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823 (julgado em 09.12.2015).

² A jurisprudência da CVM já reconheceu que a informação amplamente disseminada, ainda que por canais outros que não os indicados na regulação, perde o seu caráter reservado e, por conseguinte, não pode ser considerada privilegiada. Nesse sentido, vide os PAS CVM nº 06/2003, julgado em 14.09.2005, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.08.2012; PAS CVM nº RJ2013/8609, Dir. Rel. Henrique Machado, julgado em 09.05.2017, PAS CVM Nº RJ2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 11.12.2017.

³ Registre-se que, à época dos fatos, o referido dispositivo tinha redação ligeiramente diferente: “§4º - Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §3º do art. 15”. A mudança, decorrente da Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015, se limitou a um ajuste na referência cruzada e em nada impacta na análise aqui empreendida.

⁴ No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0577, assinaléi que “a relevância de um mesmo fato pode se modificar ao longo do tempo, conforme a sua probabilidade de ocorrência aumente, ou diminua”. Embora o contexto fosse diverso – lá, discutimos se a informação acerca de um negócio complexo, composto por múltiplas etapas, pode ser relevante independentemente de haver alguma formalização, ou mesmo de se ter certeza de sua concretização – a mesma lógica parece aplicável a documentos que (presume-se) contêm informação privilegiada e cuja elaboração não se dá de forma automática, mas resulta de um processo complexo, que envolve várias pessoas e um período razoável de tempo.

⁵ Vide nota 1 acima.

⁶ Art. 155. *Omissis*. §4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

⁷ V. em especial itens 22 a 26 do voto do Relator.

⁸ V. em especial itens 22 a 31 do voto da Diretora Luciana Dias.

⁹ Tive a oportunidade de explorar a disciplina dos planos de investimento em maiores detalhes, comentando a reforma de 2015, seus antecedentes e a experiência de outras jurisdições, em artigo publicado no último ano. GONZALEZ, Gustavo Machado. "Planos de Investimento (*Trading Plans*)". In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* vol. 5. São Paulo: Almedina, 2017.

¹⁰ Como, por exemplo, os fluxos periódicos de informações aos *insiders*.

¹¹ Sem pretender aqui esgotar o assunto, que merece uma análise mais detalhada, cito, como exemplo, o uso mais efetivo das corretoras vinculadas, que podem auxiliar a companhia e as pessoas vinculadas à sua política na observância das restrições de negociação impostas na lei, nas normas editadas pela CVM e nas referidas políticas, quando for o caso.

¹² Nos termos dos itens 19 e 49 deste voto, a infração ao artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 se refere especificamente às operações realizadas por Ariovaldo da Silva Rocha Filho nos dias 29.10 e 05.11.2014.

¹³ Nos termos dos itens 19 e 49 deste voto, a infração ao artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 se refere especificamente à operação realizada por Luiz Eduardo Haus Sukienik no dia 25.04.2013.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/13651

Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho
Luiz Eduardo Haus Sukienik

Assunto: Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02.

Relator: Gustavo Machado Gonzalez

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Com a devida vênia, peço licença para divergir das conclusões apresentadas pelo Diretor-Relator Gustavo Gonzalez no que diz respeito às operações realizadas pelos Acusados fora do período estabelecido no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02¹.

2. Conforme muito bem ressaltado pelo Diretor-Relator, a regularidade de tais operações não pode ser analisada à luz do referido dispositivo regulatório, uma vez que ele é expresso ao fixar o intervalo de tempo correspondente aos 15 dias anteriores à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) como "período vedado"² à negociação.

3. A extensão, para fins punitivos, desse "período de vedação" para além do intervalo temporal fixado na norma regulatória violaria não apenas os princípios da reserva legal e da taxatividade mencionados no voto do Relator, como também agrediria a segurança jurídica³ e o princípio da confiança que devem nortear a atuação estatal.

4. Por esta razão, e em sintonia com o voto do Relator, entendo que as operações realizadas com mais de 15 dias de antecedência à divulgação das demonstrações financeiras deverão ser analisadas a partir da proibição genérica de negociação com informação privilegiada constante do §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76⁴, cuja caracterização requer a demonstração da: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse de tal informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização de tal informação para obtenção de vantagem em operações no mercado⁵.

5. Fora do período previsto no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, não há que se falar em presunção de relevância das informações constantes de

documentos prévios às demonstrações financeiras, de modo que caberia à acusação a comprovação do preenchimento de tal requisito.

6. Não poderia mesmo ser de outra forma, visto que a presunção estabelecida no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 não poderia ser interpretada extensivamente, ou por analogia, como já advertia **Moacyr Amaral Santos** em suas clássicas lições sobre o conceito de presunção legal:

“Do conceito de presunção legal decorre, como um dos seus característicos, que ela não existe sine lege, vale dizer, não há presunção legal sem que uma lei a atribua a certos atos, ou fatos. Ou, mais precisamente, sem disposição expressa de lei não pode existir presunção legal. Donde, inexistindo texto expresso de lei não se pode falar em presunção legal. Consequência dessa regra é que a presunção de direito deve ser entendida nos expressos termos da lei criadora, dentro dos limites em que nesta se contém, vedada qualquer interpretação extensiva por analogia. (...) E estender as estabelecidas pela lei além dos limites previstos na mesma lei – adverte Demolombe – sob certa forma, seria criar outras presunções⁶.”

7. Nesse contexto, pode-se dizer que, diante da observância do que usualmente ocorre, a CVM editou a regra do §4º do art. 13 da ICVM 358/02, por meio do qual se estabeleceu que, nos 15 dias anteriores à divulgação das ITRs e DFs, incidiriam as seguintes **presunções** contra os administradores e controladores: a) que eles teriam ciência das informações financeiras; b) que as informações, nesse período, já estariam suficientemente maduras, não sendo provável alteração substancial dos seus fundamentos até a divulgação e, por conseguinte, c) que essas informações financeiras teriam aptidão teórica para alterar de forma ponderável o comportamento dos investidores, ou seja, que elas conteriam fato relevante⁷; e d) que qualquer negociação realizada pelos administradores seria considerada como tendo a finalidade de obter benefício indevido com base em informação privilegiada.

8. Busca-se, por meio dessas presunções, desestimular a negociação de ações pelos administradores durante o período vedado⁸, uma vez que a desconstituição dessas diversas presunções constitui ônus extremamente gravoso para o regulado⁹. O administrador deve, portanto, evitar a realização de operações nesse período, só devendo fazê-lo quando possuir justificativa extraordinária para tanto (por exemplo, necessidade premente de obtenção de recursos para despesa inesperada).

9. A regra do período vedado busca, ademais, facilitar a atividade sancionadora da CVM, uma vez que a presunção, definida com base na experiência empírica, simplifica o trabalho da acusação e permite instrução e análise mais simples e célere dos processos sancionadores.

10. É importante ressaltar, contudo, que a negociação em período vedado é apenas uma pequena parcela do universo de questões relativas à prática de *insider trading*, pois, qualquer pessoa que venha a negociar de posse de informação privilegiada para obter benefício indevido, pode ser processada e punida pela CVM, desde que sejam apontados indícios suficientes da prática do ilícito, conforme regras gerais previstas no art. 155, §§1º e 4º, da LSA, e art. 13, *caput*, e §§ 1º, 2º e 3º, da ICVM 358/02.

11. No presente caso, como algumas das operações foram realizadas antes do “período vedado”, entendo que, em relação a esses negócios, afigura-se imprescindível demonstrar a **existência de informação relevante** nos documentos (relatórios) recebidos pelos acusados, uma vez que, fora do “período

vedado”, não se poderia presumir a relevância das informações contidas nesses “documentos prévios”.

12. Analisando o Termo de Acusação e os documentos presentes nos autos, não vislumbro elementos mínimos aptos a demonstrar que os **relatórios mensais** sobre os negócios da Companhia (intituladas “prévias” pela acusação) continham alguma informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

13. Para ser mais preciso, em razão do equívoco na capitulação inicial adotada pela área técnica, verifica-se que, em nenhum momento, ao longo do termo de acusação, buscou-se analisar a relevância das informações constantes nesses documentos, tendo-se pautado a Acusação, muito em razão da referência inicial ao §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, única e exclusivamente no fato de que os acusados tiveram acesso às denominadas “prévias”, para daí então “presumir” a relevância das informações e concluir pela ocorrência do ilícito.

14. Nesse sentido, convém destacar o seguinte trecho pertinente do termo de acusação:

“Nessa situação, pouca importância tem o fato de que os negócios dos dias 27 a 29.10.2014 foram feitos mais do que quinze dias antes da divulgação do 3º ITR/14. (...)”

17. O período de quinze dias previsto na referida norma é tão somente uma presunção de que, nos dias que antecedem a divulgação ao mercado de determinadas informações, certas pessoas, em virtude de suas funções na vida das companhias, teriam acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.

18. Obviamente, caso estejam disponíveis elementos de prova que possibilitem determinar com precisão o momento em que essas pessoas tiveram acesso à informação, o prazo de quinze dias previsto na norma perde importância, pois não é mais necessário presumir o acesso à informação.

19. E é exatamente esse o caso da situação em análise. A Companhia comprovou que o Sr. Ariovaldo Filho teve acesso à prévia do 3º ITR/2014 em 24.10.2014. Restou demonstrado, portanto, que (i) já existia a informação relevante - no caso, a prévia do 3º ITR/2014 - e (ii) o Sr. Ariovaldo Filho já teria tido acesso a ela pelo menos três dias antes de realizar seus negócios.” (g.n.)

15. Mais adiante, ao analisar a conduta de Luiz Eduardo Haus, a área técnica rebateu, em tese, sem qualquer avaliação das circunstâncias específicas do caso concreto, a questão da relevância das informações financeiras divulgadas por companhias abertas, fazendo referência, neste ponto, ao voto do Diretor Roberto Tadeu no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/13047.

16. Ocorre que a análise do referido precedente revela que, na ocasião, tratou-se de negócios realizados durante o período de vedação estabelecido pelo §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, de modo que, com relação a estes, incidiria corretamente a presunção de relevância da informação.

17. Como já exposto, não é este o caso dos negócios realizados por Luiz Eduardo Haus, nos dias 23.10.2013 e 28.10.2014; e por Ariovaldo Rocha Filho, nos dias 27.10.2014 e 28.10.2014, com relação aos quais, por terem sido realizados fora do “período vedado”, seria imprescindível a demonstração da existência de fato relevante nos “**documentos prévios**” por eles recebidos.

18. No entanto, o único elemento utilizado para justificar a relevância das informações teria sido apresentado pela primeira vez no momento do julgamento, quando o Diretor-Relator entendeu que as denominadas "prévias" recebidas pelos acusados continham informações detalhadas sobre a evolução dos seus negócios, cobrindo métricas relevantes e cujos números coincidiriam com aqueles que viriam a ser posteriormente divulgados ao mercado¹⁰.

19. Com a devida vênia, a suposta semelhança dos fundamentos dos relatórios recebidos pelos acusados, quando cotejadas com o documento final, não interferiria na questão da existência da informação relevante, que, no caso, precisaria ser demonstrada, uma vez que a operação foi realizada fora do "período vedado".

20. Nota-se, portanto, que muito embora se tenha afastado a aplicação do §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, partiu-se do pressuposto de uma eventual aproximação entre as informações financeiras constantes dos "relatórios" de resultados e as demonstrações financeiras divulgadas posteriormente ao mercado para concluir que aqueles documentos conteriam informação relevante porque estariam suficientemente "maduros" à época em que foram encaminhados aos acusados, o que, no limite, nada mais é do que uma presunção¹¹.

21. Não considero razoável concluir que a eventual semelhança entre as informações constantes de relatório prévio dos resultados mensais e aquelas presentes nos ITRs finais divulgadas ao público (circunstância que sequer foi alegada pela Acusação) teria como efeito expandir o período de presunção da relevância das informações para além do limite temporal estipulado pelo §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, até mesmo porque nada impediria que entre o envio das prévias e a disponibilização da versão final das demonstrações financeiras fossem realizadas revisões e apresentadas novas considerações pelos auditores da *Brasil Brokers*, de modo que, sem outros elementos de prova, não se poderia, pela lógica adotada no dispositivo regulatório, considerar, ou presumir, que o indivíduo que recebesse as informações antes dos 15 dias do período vedado teria como prever se essas informações seriam mantidas ao final.

22. Ressalte-se que, no caso, não foi realizada nenhuma prova, ou investigação, sobre um eventual trabalho prévio de depuração e consolidação contábil, semelhante ao padrão aplicável ao ITR, para elaboração dos "relatórios mensais" recebidos pelos acusados, o que poderia tornar a questão mais complexa, uma vez que, nessa hipótese, poder-se-ia cogitar de uma tentativa de sustentação de uma equiparação entre os documentos.

23. Anote-se, por exemplo, que o diretor-financeiro recebe um fluxo contínuo de informações financeiras, sendo certo que partes dessas informações podem se manter estáveis até a versão final do ITR, sem que tal circunstância (que só no futuro poderá ser aferida) resulte na conclusão de que qualquer negociação por ele efetuada seria **presumidamente** realizada de posse de informação relevante. Nada impede, por outro lado, que se **prove**, mesmo que por indícios, que alguma informação por ele recebida era realmente relevante e que, por isso, teria ocorrido *insider trading* – mas, isso é outra questão, em relação à qual não se admitiria a referida presunção e se exigiria prova quanto à relevância das informações (art. 155, §4º, da LSA, e art. 13, parágrafos 1º, 2º e 3º, da ICVM 358/02).

24. Reitere-se que a regra regulatória aditada pela CVM estipula um prazo de 15 dias dentro do qual se presumiria que as operações executadas por pessoas que ocupam certos cargos, ou funções, na companhia aberta (administradores, acionista controlador, membros do conselho fiscal, ou comitês técnicos), teriam sido realizadas de posse de informação privilegiada, de modo que, tanto pelo aspecto da segurança jurídica, como em virtude da tutela da confiança que permeia

os atos estatais, não me parece correto que se adote interpretação extensiva do período definido pela própria autarquia, para então, com base tão-somente na presunção da relevância da informação e sem qualquer outro indício¹², condenar o regulado **que** negociou fora do período vedado, ainda mais quando inexistente qualquer evidência, ou mesmo alegação, de que os relatórios recebidos pelos acusados tiveram tratamento contábil substancial e compatível com o padrão exigível de um ITR.

25. Caso eventualmente se venha a considerar que a regra regulatória não se adequa à realidade do mercado, cumpriria à CVM alterar a norma¹³. O que não me parece adequado, pelas razões já expostas, seria a criação de uma regra excepcional que imputasse determinadas presunções para depois estender, em processo sancionador, parte dessas presunções para períodos não abrangidos pelos 15 dias definidos no próprio §4º do art. 13 da ICVM 358/02, e ainda sem prova de que os relatórios recebidos pelos acusados tiveram tratamento contábil compatível com o padrão aplicável ao ITR.

26. Desta forma, como **não** foi apresentada nenhuma evidência de que os relatórios (denominados de "prévias" pela Acusação) recebidos pelos acusados continham alguma informação relevante, e como as operações realizadas em 23.10.2013, 27.10.2014 e 28.10.2014 foram efetuadas fora do período vedado que abrange os 15 dias anteriores à divulgação dos ITRs, já se poderia concluir, apenas por essas circunstâncias, pela improcedência da Acusação em relação a essas operações.

27. No entanto, ainda que se entendesse que a eventual similitude entre as "prévias" de resultados e a versão divulgada dos ITRs seria suficiente para autorizar a extensão do "período vedado" (e presunções correspondentes) para além dos 15 dias fixados na norma, de modo a que a "vedação" de negociação se iniciasse no momento do recebimento dos relatórios prévios pelos acusados, ainda assim entenderia ser bastante discutível, no caso, a procedência da Acusação.

28. Isto porque, cotejando as denominadas "prévias" recebidas pelos acusados em 18.10.2013 e 24.10.2014 com o 3º ITR de 2013 e o 3º ITR de 2014 (consultados no sistema Empresas.Net¹⁴), percebe-se que os documentos são, na realidade, **relatórios mensais**, em relação aos quais não há evidências de tratamento contábil substancial, enquanto os ITRs são divulgados após a devida depuração e consolidação contábil, o que impede que se considere as informações recebidas anteriormente como sendo equivalentes às do ITR, tanto pelo prisma da depuração contábil como pela perspectiva do período temporal central de análise.

29. A título de exemplo, anote-se que o relatório mensal recebido em outubro de 2014 (fls. 188¹⁵) parece não conter diversas das informações que são próprias do ITR. Nesse sentido, cumpre observar que o referido relatório sequer possuía o item "receitas", mas, apenas a indicação do volume de vendas, cujo montante indicado, aliás, sequer se assemelha ao valor indicado como receita no 3º ITR de 2014 da *Brasil Brokers*¹⁶.

30. Assim, entendo ser no mínimo discutível a conclusão de que os e-mails com os relatórios mensais recebidos pelos acusados seriam realmente "prévias" do ITR, assim como que as informações dos dois documentos seriam equivalentes a ponto de justificar a extensão da presunção de negociação de posse de informação relevante para além do "período vedado".

31. Ademais, como já adiantado na nota de rodapé nº 10, não há no **Termo de Acusação** qualquer alegação de que essas denominadas "prévias" e os ITRs conteriam informações equivalentes, tendo essa afirmação sido inaugurada no

juízo do caso, do que se conclui que não houve oportunidade processual para que os Acusados pudessem contraditar essa afirmação e, eventualmente, comprovar que as supostas "prévias" e os ITRs não teriam conteúdo equivalente, o que me parece engendrar questionamentos quanto à observância dos princípios da ampla defesa e do contraditório.

32. Por todas estas razões, voto pela **absolvição** de **Ariovaldo da Silva Rocha Filho** e **Luiz Eduardo Haus Sukienik** da acusação de violação ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, com relação aos negócios realizados fora do período de vedação estabelecido no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

33. Ressalte-se, contudo, que estas não foram as únicas operações realizadas pelos acusados, conforme se verifica do quadro a seguir:

Ariovaldo da Silva Rocha Filho						
Data de recebimento da prévia dos resultados	Data do negócio	Data de divulgação ao mercado	Operação	Volume negociado	Qtd. de ações	Preço médio
24.10.2014	27.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 27.300,00	9.100	R\$ 3,00
24.10.2014	28.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 29.205,00	9.900	R\$ 2,95
24.10.2014	29.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 32.859,00	11.000	R\$ 2,99
24.10.2014	05.11.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 14.700,00	5.000	R\$ 2,94

Luiz Eduardo Haus Sukienik						
Data de recebimento da prévia dos resultados	Data do negócio	Data de divulgação ao mercado	Operação	Volume negociado	Qtd. de ações	Preço médio
20.04.2013	25.04.2013	09.05.2013 (1º ITR/2013)	Venda	R\$ 19.460,00	2.800	R\$ 6,95
18.10.2013	23.10.2013	13.11.2013 (3º ITR/2013)	Venda	R\$ 17.850,00	3.000	R\$ 5,95
24.10.2014	28.10.2014	13.11.2014 (3º ITR/2014)	Venda	R\$ 29.820,00	10.000	R\$ 2,98

34. No que diz respeito aos negócios efetuados por Ariovaldo Rocha Filho, nos dias 29.10 e 05.11.2014; e por Luiz Eduardo Haus, no dia 25.04.2013, já no período vedado à negociação, acompanho as conclusões do Diretor Gustavo Gonzalez, uma vez que os acusados não apresentaram elementos de prova para desconstituir a presunção prevista no art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, que, em relação a esses períodos, é perfeitamente aplicável¹⁷.

35. Do exposto, considerando apenas as negociações realizadas por Luiz Eduardo Haus Sukienik, no dia 25.04.2013; e por Ariovaldo da Silva Rocha Filho, nos dias 29.10.2014 e 05.11.2014, voto:

- a) pela **condenação** de Ariovaldo da Silva Rocha Filho à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a circunstância de terem sido realizadas apenas duas operações irregulares no valor total de aproximadamente R\$40 mil, bem como que essas negociações estavam em sintonia com o padrão de operações usualmente realizadas pelo acusado; e
- b) Pela **condenação** de Luiz Eduardo Haus Sukienik à penalidade de **advertência**, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §4º

do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a circunstância de que o acusado realizou apenas uma operação no primeiro dia do "período vedado", bem como que essa negociação estava em sintonia com o padrão de operações usualmente realizadas pelo acusado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2018.

Gustavo Borba
Diretor

¹ Art. 13. §4º - Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §2º do art. 15-A.

² Utilizaremos, no presente voto, para fins de simplificação, a expressão consagrada "período vedado", embora se trate de um termo pouco preciso, uma vez que, mais propriamente, tem-se um período em que qualquer negociação gera presunção relativa de negociação de posse de informação relevante não divulgada e com o fim de obter benefício indevido, que só pode ser desconstituída por meio de outras provas e evidências apresentadas pelo acusado (tema abordado no PAS CVM nº 26/2010, julgado em 21.11.2017).

³ A Lei nº 9.784/99, que trata do processo administrativo no âmbito federal, também faz expressa referência à segurança jurídica como um dos princípios que devem reger a atuação estatal, acrescentando, ainda, a boa-fé como um padrão de conduta estatal: "Art. 2º A - A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência". *Parágrafo único (...): IV – atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé* (g.n.).

⁴ Art. 155.....
§4º - É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

⁵ Em se tratando de administrador de companhia aberta, ou qualquer das pessoas indicadas no *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, caso demonstrada a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, presume-se o preenchimento dos demais requisitos indicados nos itens (ii) e (iii), isto é, a posse de tal informação pelo investidor e a utilização desta para a obtenção de vantagem em operações no mercado.

⁶ SANTOS, Moacyr Amaral. Prova Judiciária no Cível e Comercial. Vol. V. Exames Periciais Presunções e Índícios. São Paulo: Max Limonad, p. 380.

⁷ Art. 2º da ICVM 358/02: considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato, ou fato, de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido, ou relacionado, aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia, ou a eles referenciados.

⁸ Sobre essa questão, assim me manifestei no voto proferido no julgamento do PAS CVM Nº 26/2010, iniciado em 21.11.2017: "140 - *Busca-se, assim, desestimular as negociações de ações pelos administradores, controladores e demais profissionais indicados no art. 13 da ICVM nº 358/02 durante os períodos vedados definidos pela regulação, quando seria alta a probabilidade de negociação em situação de assimetria informacional, mas, não se impede que o acusado demonstre, através de provas, ou indícios, consistentes e convergentes, a sua ignorância quanto à informação irrelevante, à inexistência de relevância da informação, ou mesmo à ausência de intenção de obtenção de vantagem indevida*".

⁹ A desconstituição dessa presunção é bastante difícil, porque o acusado teria que comprovar não apenas a inexistência de circunstâncias fora do ordinário no ITR, ou DF, mas, também, que as informações financeiras não estariam em dissonância com o que o mercado esperaria delas, uma vez que uma ITR de viés neutro poderia ser relevante quando se espera uma notícia de viés negativo, ou positivo.

¹⁰ Essas ponderações, apresentadas pelo Diretor Relator, como exposto acima, sequer teriam sido levantadas pela área técnica ao formular a acusação contra Ariovaldo Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus, e, por consequente, não teriam sido passíveis de contraditório nas razões de defesa dos acusados.

¹¹ Ao aplicarmos o processo lógico da presunção aos elementos constantes deste caso, tem-se que, como premissa maior: os dados contábeis indicados nas demonstrações financeiras disponibilizadas até 15 dias antes da sua divulgação ao mercado são relevantes; e, na premissa menor, procura-se enquadrar o fato presuntivo na premissa maior: os dados contábeis apresentados nas prévias de resultado são

similares àqueles constantes das demonstrações financeiras disponibilizadas ao mercado. Na conclusão, atribui-se, portanto, aos dados das prévias, o que na premissa maior se atribui às demonstrações financeiras disponibilizadas ao longo do período de vedação: as informações financeiras constantes das prévias de resultados são relevantes. Nesse sentido, cumpre destacar o seguinte trecho da obra de Moacyr Amaral Santos: "O fato conhecido se relaciona à regra geral – àquilo que frequentemente acontece – como causa, ou efeito, de outro fato. Tendo-se aquele e essa regra, ou conceito geral, chegar-se-á ao fato desconhecido, causa ou efeito do primeiro. Assim, a presunção compreende um processo lógico, ou seja, um raciocínio pelo qual da existência de um fato reconhecido como certo se deduz a existência de um fato que se deseja provar. A estrutura desse raciocínio, como o das provas indiretas, é o silogismo. Pode-se retratar o esquema de uma presunção na fórmula de um silogismo: premissa maior – 'Os maiores de vinte e um anos têm discernimento para a vida'; premissa menor: - 'A tem vinte e um anos'; conclusão: - 'A tem discernimento para a vida'" (Ibidem, p. 360)

¹² Muito pelo contrário, a Acusação não indica objetivamente nenhum fato relevante nessas "prévias". Além disso, com a divulgação dos ITRs, não houve oscilação relevante de cotação, ou volume, o que, apesar de não ser um elemento determinante na análise do *insider trading*, é uma circunstância a ser considerada.

¹³ Nesse ponto, concordo com a posição do Diretor Gustavo Gonzalez de que seria salutar uma reanálise profunda da questão do "período vedado", estudando-se tanto qual seria o período mais adequado para sua incidência (que poderia, por exemplo, estender-se desde o final do trimestre, ou exercício social, até a efetiva divulgação das informações financeiras periódicas) e a possibilidade de que a regra seja fixada de forma desvinculada do ilícito de *insider trading*, ou seja, com caráter de infração autônoma.

Observo ainda que a possibilidade de interpretação da infração em tela como autônoma seria defensável, até mesmo considerando a regulação atual (conforme parece indicar alguns precedentes mais antigos: PAS nº RJ2010/4206 e PAS nº 13/06), embora, a meu ver, a localização topográfica do §4º, que está dentro do artigo art. 13 que trata do *insider trading*, enfraqueça essa interpretação, sob a perspectiva sistemática. No entanto, caso se interpretasse o período vedado como sendo uma infração autônoma, o que, repita-se, não seria nenhum absurdo, maiores razões haveria para absolver os acusados em relação às operações realizadas fora do "período vedado".

¹⁴Fls. 119-123 e fls. 197-199 dos autos e ITRs relativos aos períodos de 30.09.2013 e 30.09.2014 da Brasil Brokers Participações S.A., cujos endereços eletrônicos são: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=32811> e <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=42443>.

¹⁵No mencionado índice somente constam os seguintes itens "Vendas; Estoque; Comissão; Custos e Despesas; Contas a Receber; Projeto Conexão em Prontos; Crédito Imobiliário HSBC; *HeadCount*."

¹⁶Veja-se, nesse sentido, que o valor de R\$ 1.408.331 mil reais, constante as fls. 190 dos autos (tabela relativa às informações "prévias") não se assemelha com o valor mostrado no ITR da *Brasil Brokers* de setembro de 2014, em que figura o montante de 73.475 mil reais.

¹⁷Observe-se que, s.m.j., como a condenação em tela estaria fundamentada em regra de presunção administrativa (art. 13, §4º, da ICVM 358/02), não se poderia cogitar, sob a perspectiva penal, da ocorrência do crime previsto no art. 27-D da Lei 6.385/76 sem que existam elementos de prova adicionais – a análise dessa questão, contudo, não é da competência da CVM, mas, sim, do Ministério Público.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651

Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho
Luiz Eduardo Haus Sukienik

Assunto: Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Relator: Gustavo Machado Gonzalez

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Apresento esta manifestação de voto porque, embora concorde com a conclusão do Diretor-Relator, gostaria de fazer algumas considerações com relação a um ponto importante da fundamentação.

2. Este Processo apura se os Acusados, acionistas da *Brasil Brokers S.A.* ("Companhia", ou "Brasil Brokers"), negociaram ações da Companhia porque

conheciam informação relevante ainda não divulgada ao mercado, caracterizando o ilícito de *insider trading*. A informação relevante em questão tratava-se das prévias dos resultados da Companhia, recebidas pelos Acusados por e-mail, e que continham dados relevantes sobre as atividades da *Brasil Brokers* como, por exemplo, o lucro líquido, a receita e os seus custos e despesas.

3. Os negócios objeto da acusação ocorreram em dois momentos distintos: dentro do período de 15 dias que antecedeu a divulgação das informações trimestrais da Companhia e anteriormente ao início desse período¹.

4. A comprovação nos autos de que os Acusados tiveram acesso às prévias dos resultados da Companhia e negociaram ações de sua emissão de posse dessas informações e a ausência de contraíndícios que pudessem afastar, ou mitigar, o elemento subjetivo do tipo – intenção de obter vantagem por meio da negociação – não deixam margem para dúvidas a respeito da ilicitude da conduta dos Acusados quanto aos negócios realizados dentro do período de 15 dias e mesmo antes do início desse período.

5. As considerações que passarei a fazer não abordam, portanto, a regularidade dos atos praticados pelos Acusados, o que, a meu ver, já foi adequadamente contemplado no voto do Relator. A questão que pretendo suscitar, e que justifica esta manifestação, diz respeito a um aspecto específico do regime legal das vedações à negociação de valores mobiliários, refletido nos comandos previstos no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02, cuja violação é imputada aos Acusados.

Regime Legal de Vedação à Negociação de Valores Mobiliários.

6. A vedação de negociações com ações de emissão de companhias abertas por qualquer sujeito que esteja de posse de informação privilegiada, assim entendida a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, foi introduzida na Lei nº 6.404/76 em 2001, que, no art. 155, §4º, assim dispõe:

"§4º - É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si, ou para outrem, no mercado de valores mobiliários." (grifou-se)

7. Posteriormente, ao editar a Instrução CVM nº 358/02, a CVM cuidou de regulamentar o comando referente a tal vedação, em seu artigo 13, inserido na seção intitulada "*Vedações à Negociação*".

8. Fundamentada nas proibições constantes do art. 13, a CVM já instaurou vários processos sancionadores para apurar o uso indevido de informação privilegiada por agentes do mercado, tendo o Colegiado discutido o assunto em diversas ocasiões desde a edição da citada Instrução.

9. Afora algumas decisões mais antigas², o Colegiado construiu, e vem mantendo razoavelmente íntegro, o entendimento de que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, apesar do que indicam o seu título ("*Vedações à Negociação*") e as palavras escolhidas pelo regulador ao redigi-lo ("*É vedada...*"), não cria vedações propriamente ditas, autônomas àquela prescrita pela Lei nº 6.404/76 em seu art. 155, mas, estabelece um mecanismo de presunções.

10. De acordo com a interpretação que vem sendo observada pelo Colegiado, o regulador, ciente da frequente dificuldade de se comprovar que a decisão de negociar foi motivada pelo conhecimento de informação privilegiada, e da alta probabilidade de, dadas as circunstâncias, determinados sujeitos terem acesso a

informações relevantes, estabeleceu, no art. 13, um regime de presunções segundo o qual está autorizado a não mais do que presumir, conforme o caso, a existência de informação privilegiada, sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida.

11. Como contrapartida a essas presunções, e ainda de acordo com o entendimento que vem prevalecendo, o regulador admite que o sujeito acusado pela prática de *insider trading* apresente provas, ou um conjunto robusto de contraindícios, suficientes para afastar cada uma dessas presunções, atestando a regularidade da sua conduta. Na ausência desse regime, a dificuldade de o regulador demonstrar a caracterização do uso desleal de informação privilegiada poderia até inviabilizar a punição desses ilícitos. Utilizadas de forma prudente, as presunções podem ser instrumentos de grande valia no desempenho da atividade sancionadora da CVM, em benefício da integridade do mercado de capitais.

12. É importante deixar claro que, diante da colocação inadequada do comando constante do art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02 (conforme explicarei adiante), entendo que não havia alternativa ao Colegiado senão construir interpretação que desse sentido à norma como um todo, preservando o aspecto sistêmico da instrução. Entretanto, apesar do esforço interpretativo desenvolvido e razoavelmente aceito pelo Colegiado ao longo dos últimos anos, acredito haver boas razões para uma maior reflexão sobre a interpretação do comando constante do art. 13, §4º, notadamente se de fato deveria estar sujeito a esse regime de presunções reiteradamente aplicado às vedações criadas pelo art. 13 de forma geral.

Interpretação do §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

13. Analisando-se o art. 13 como um todo, é possível identificar dois conjuntos de situações para as quais o regulador atribuiu tratamento distinto, a começar pela separação dessas situações em diferentes constantes do artigo.

14. O primeiro deles está compreendido no *caput* e no §1º. Estes dispositivos determinam que “[a]ntes da divulgação ao mercado de ato, ou fato, relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão” (grifou-se) por sujeitos que, em vista da sua relação com a companhia, ou do cargo, ou posição, que ocupam, terão natural exposição a tais informações relevantes³.

15. Nas situações abarcadas por esses dispositivos, desde que demonstrada pela acusação, a existência de *ato, ou fato, relevante*, estará autorizada a presunção de que os sujeitos ali referidos tiveram acesso a informação relevante e a utilizaram com o objetivo de auferir vantagem indevida⁴.

16. O segundo conjunto de situações está contido no §4º do art. 13, que prescreve que “[t]ambém é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das **informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP)** da companhia” (grifou-se).

17. Noto, desde logo, que a existência de um parágrafo específico destinado a tratar exclusivamente das informações financeiras trimestrais, ou anuais, é uma sinalização relevante de que o regulador entendeu ser uma hipótese especial, que merecia tratamento apartado das demais situações abarcadas pelo *caput* e pelo §1º do art. 13. É dizer: quisesse o regulador dar o mesmo tratamento a essas situações, o §4º sequer seria necessário porque estaria contemplado pelo *caput* e por seu §1º.

18. O deslocamento da vedação à negociação, antes da divulgação das informações financeiras do *caput*, para um parágrafo apartado, leva a crer, assim, que esse comando, na sua origem, fora pensado como uma vedação distinta das demais, mas, acabou sendo indevidamente mantido no art. 13. É como se o regime de presunções que, fundamentadamente, é aplicado às outras hipóteses do art. 13 se aplicasse, a reboque e irrefletidamente, ao §4º desse dispositivo.

19. A primeira razão que pode, a meu ver, ter motivado a opção do regulador pela desvinculação dessas situações é que, enquanto o *caput* e o §1º abrangem um leque muito amplo de informações relevantes – desde, por exemplo, a reorganização societária da companhia até a saída de um membro importante do quadro de sua administração – o §4º circunscreve-se a uma única espécie de informação relevante, quais sejam, “as informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP)”.

20. O segundo e principal fundamento que justifica a separação dessas regras reside na natureza das informações relevantes a que se referem. Atos relevantes e informações relevantes divulgadas por meio de avisos de fato relevante são, na sua origem, *eventuais*, o que dificulta, quando não inviabiliza, definir o exato momento em que serão divulgadas ao mercado.

21. As informações financeiras de uma companhia aberta, por outro lado, são, por definição, informações *periódicas* que a CVM impõe sejam divulgadas dentro de prazos determinados: até 45 dias contados da data de encerramento de cada trimestre⁵ – no caso das informações trimestrais – e até três meses do encerramento do exercício social⁶ – no caso das demonstrações financeiras anuais. Ou seja, diferentemente de outros atos, ou fatos, relevantes, sabe-se, com precisão suficiente, quando essas informações estarão disponíveis aos acionistas e ao mercado em geral.

22. Justamente por ser possível definir a data de sua divulgação, foi viável ao regulador estabelecer um período que a precede e dentro do qual, como bem colocou o Relator, é razoável presumir que “as informações financeiras preliminares, que circulam internamente na companhia, são suficientemente maduras para serem consideradas relevantes”⁷.

23. O caráter periódico das informações financeiras e a existência de regra expressa determinando o prazo em que devem ser divulgadas ao mercado me aproximam, assim, da conclusão de que não só é viável, como conveniente, que a CVM estabeleça, no período determinado dos 15 dias que precedem à divulgação oficial dessas informações, a vedação absoluta de negociação de valores mobiliários pelos sujeitos referidos no *caput* do artigo 13.

24. Uma vedação como esta traria aos regulados maior clareza sobre os limites de suas condutas, sem onerá-los desproporcional e desarrazoadamente, uma vez que o período de vedação é breve e muito bem delimitado. Este entendimento está em linha, inclusive, com regras adotadas por outras jurisdições que estabelecem verdadeira proibição à negociação de valores mobiliários dentro de um período determinado que antecede à divulgação das informações financeiras da companhia. São os casos, por exemplo, da União Europeia, de Hong Kong e de Singapura⁸.

25. Reconheço que o argumento acima aborda a questão sob o ponto de vista de qual interpretação resultaria em tutela mais eficiente, o que não se pode fazer sem ressalvas importantes, a começar pela potencial insegurança que poderia advir de revisões constantes do sentido da norma. Mas, há outros argumentos que me parecem bastante persuasivos.

26. As demonstrações financeiras de uma companhia aberta, trimestrais ou anuais, apresentam particularidades que não se verificam necessariamente nas demais categorias de informações relevantes abrangidas pelo *caput* e pelo §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 e que justificam o tratamento diferenciado das primeiras.

27. Em primeiro lugar, a fundamental relevância das demonstrações financeiras de uma companhia aberta. Elas refletem a situação patrimonial e os resultados da companhia, constituindo um dos documentos essenciais de prestação de contas da administração. É a partir das demonstrações financeiras que os acionistas e o mercado em geral têm conhecimento dos ganhos e perdas da companhia e das expectativas e riscos a que estão sujeitos. Representam, pois, a principal fonte informacional à qual o mercado recorre para conhecer e avaliar uma determinada companhia. Daí decorre que, se há margem para demonstrar a irrelevância de informações reputadas pela acusação como relevantes, essa margem não existe no caso das demonstrações financeiras.

28. Em segundo lugar, por sua natureza, as demonstrações financeiras demandam bastante tempo para a sua adequada elaboração, resultando de um trabalho contínuo e progressivo de coleta e análise de informações. Em vista deste processo e da complexidade a ele inerente, é bastante provável que nos 15 dias que precedem a divulgação das demonstrações financeiras, as informações que lhe dão lastro estejam muito próximas daquelas que serão efetivamente divulgadas. Essa probabilidade é bastante diminuída quando não é possível ter visibilidade sobre o processo de formação das informações relevantes.

29. Essas particularidades tornam as “presunções” que, em linha com o entendimento construído pelo Colegiado, deveriam se aplicar ao §4º, no mínimo mais robustas do que aquelas que recaem sobre as demais hipóteses do art. 13. É menos duvidoso que, nos 15 dias que precedem a divulgação das demonstrações financeiras, os sujeitos listados no *caput* do art. 13 tenham acesso a informações e estas sejam maduras o suficiente para serem consideradas relevantes, do que dias antes da divulgação de um ato, ou fato, relevante qualquer.

30. Como este último caso pode envolver uma ampla variedade de informações relevantes, não é possível visualizar, com a clareza que se tem em relação às demonstrações financeiras, o processo de formação da informação relevante, o lapso temporal transcorrido entre o seu surgimento e a sua divulgação, quanto menos os agentes que dela tiveram conhecimento.

31. Afinal, o conteúdo de um fato relevante pode variar desde uma operação que envolveu toda a administração da companhia, o seu conselho fiscal e seus acionistas controladores, e levou meses até ser divulgada ao mercado, até um evento pontual e específico, do qual só teve conhecimento o acionista controlador e que surgiu horas antes de ser divulgado ao mercado.

32. Todo esse conjunto de elementos confere às “presunções” do §4º um grau de certeza maior, distanciando-as das presunções que recaem sobre as demais hipóteses do art. 13.

33. Por essa razão, se, por um lado, não se vislumbra ônus excessivo ao proibir a negociação de valores mobiliários no período determinado dos 15 dias que antecedem a divulgação das demonstrações financeiras; por outro, esta vedação é conveniente na medida em que confere ao regulado maior clareza sobre sua própria conduta e, com isso, maior segurança para o mercado de capitais e, ainda, evita que o regulador se debruce na análise de casos nos quais, consideradas as

circunstâncias, é muito mais provável que tenha havido o uso indevido de informação privilegiada do que o contrário⁹.

34. Tudo isso justifica, na hipótese específica contemplada pelo §4º do art. 13, a atuação preventiva do regulador, ao invés de puramente sancionadora, que se verifica apenas quando os danos ao mercado possivelmente já foram consumados.

35. Essa interpretação também encontra respaldo na intenção transparecida pelo regulador quanto à vedação criada pelo §4º quando a CVM, em 2006, submeteu à audiência pública algumas propostas de alteração à Instrução CVM nº 358/02. Dentre essas propostas estava a *“permissão para que, atendidas certas condições, os administradores e demais pessoas vinculadas à companhia aberta p[udessem] negociar ações de emissão da própria companhia no período de 15 dias anterior à divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN, em conformidade com o plano de reinvestimento de dividendos, ou juros, sobre capital próprio aprovado pela companhia (artigos 13 e 15)”*.

36. A proposta de alteração foi motivada por consulta apresentada ao Colegiado por uma companhia aberta que solicitava o afastamento do impedimento previsto pelo §4º *“para administradores e outras pessoas vinculadas participantes de plano, instituído pela companhia, de reinvestimento automático de dividendos e juros sobre capital próprio em ações de sua emissão (“Plano de Reinvestimento”)”*¹⁰.

37. O então Diretor Pedro Marcílio, relator da referida consulta, e cujo voto foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado à época, entendeu que o plano poderia ser aplicado na forma pleiteada pela companhia, desde que atendidas as recomendações feitas em seu voto. Nesta oportunidade, o então Diretor fez a seguinte observação: *“Entretanto, entendo que **não se deve dar autorização isolada para um plano de negociação, contemplando hipótese vedada pela legislação**. Acho que a CVM deve, primeiro, alterar a regra. Portanto, recomendo que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercados analise a alteração do art. 13, §7º, e do art. 15 da Instrução 358/02 e demais dispositivos que achar pertinente, para incorporar o conteúdo dessa decisão e aperfeiçoar o atual sistema de vedações à negociação”* (grifou-se).

38. Foi nessa conjuntura que a CVM propôs, no Edital de Audiência Pública nº 08/2006, *“as salvaguardas consideradas suficientes para o afastamento da vedação prevista no §4º do art. 13 da Instrução nº 358”*, incluindo, por meio da Instrução CVM nº 449/07, o §3º no art. 15 da Instrução CVM nº 358/02 para regular a exceção à vedação.

39. Conforme constou do Edital de Audiência Pública nº 08/2006, dado *“o **impedimento** à negociação de ações no período de 15 (quinze) dias anteriores à divulgação de formulários ITR, DFP e IAN (art. 13, §4º)”*, as *“regras do Plano de Reinvestimento poderiam levar, em certas hipóteses, a que **houvesse negociações durante o período de vedação do §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358**, de forma que se fazia necessária a autorização da CVM”* para afastar a vedação nesses casos.

40. O conteúdo da consulta apresentada à CVM, assim como o texto do Edital de Audiência nº 08/2006, deixam inequívoco que não apenas os participantes do mercado, mas, também, a CVM, interpretavam, ao menos nos primeiros anos de vigência da Instrução CVM nº 358/02, a vedação prevista no §4º como uma vedação absoluta, considerando os sujeitos indicados na norma *impedidos* de negociarem ações da companhia nos 15 dias anteriores à divulgação das suas informações financeiras ao mercado.

41. Um elemento adicional que também corrobora essa interpretação e o tratamento diferenciado que o regulador pretendeu dar à hipótese do §4º é justamente o fato de a exceção à proibição ali constante ter sido incluída apenas em 2007, por meio da Instrução CVM nº 449/07, e não desde a edição da Instrução CVM nº 358/02, como as exceções previstas nos parágrafos 6º e 7º do art. 13, aplicáveis ao conjunto de situações abarcadas pelo *caput* e §1º do mesmo dispositivo.

42. Por fim, gostaria de fazer uma última consideração relacionada à competência da CVM para criar vedações como a que proponho nesta manifestação. Esta consideração é importante para afastar, de antemão, possível alegação de que não seria possível interpretar o §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 como uma vedação autônoma, uma vez que isso extrapolaria o previsto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76.

43. Nesse sentido, é relevante destacar que a Instrução CVM nº 358/02 tem fundamento legal no disposto "*nos **artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra 'a'**, e 22, §1º, incisos I, V e VI, **da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*" (grifou-se). A finalidade da norma não se restringe, portanto, a regulamentar o artigo 155 da Lei das S.A.

44. Conforme os dispositivos mencionados, a CVM deve exercer suas atribuições para o fim de "*assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão*" (art. 4º, inciso III, da Lei nº 6.385/76), "*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários*" (art. 4º, inciso IV, alínea "c", da Lei nº 6.385/76) e "*definir: as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações*" (art. 18, inciso II, alínea "a", da Lei nº 6.385/76).

45. Diante desses comandos, é possível enxergar a competência da CVM para proibir, em determinadas e bem delimitadas situações, negociações com valores mobiliários. Essa lógica ficou registrada no voto do então Diretor Alexandro Broedel Lopes no âmbito do PAS nº RJ2010/4206, acompanhado pelo Colegiado, nos seguintes termos:

"9. Com efeito, logo em seu preâmbulo, a referida Instrução CVM nº 358/02 aponta que o seu fundamento legal são os "*artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra 'a'*", e 22, §1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976".

10. Assim, conforme os dispositivos legais mencionados, a CVM deve exercer as suas atribuições para o fim de "*assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão*" e "*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários*", entre outras (art. 4º e incisos, da Lei nº 6.385/76). **Disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições**, podendo, para tanto, definir "*as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; e métodos e práticas que devem ser observados no mercado*" (art.18, inciso II, alínea 'a', da Lei nº 6.385/76).

11. **E é exatamente esse o objetivo da Instrução CVM nº 358/02: trata-se de norma que visa a manter a higidez e a confiança do mercado, vedando a possibilidade de negócios por aqueles que detêm, antecipadamente, informação relativa a ato ou fato relevante.**" (grifou-se)

46. Naquela oportunidade, o então Diretor lembrou que a CVM, no exercício de suas atribuições, proíbe determinadas operações, a exemplo da vedação ao administrador de carteira para atuar como contraparte nos negócios de carteiras que administre¹¹, o que mostra que está *"agindo dentro do âmbito da sua competência, **ainda que não haja previsão expressa, na legislação federal, para essa mesma vedação**"* (grifou-se).

47. A vedação que ora se propõe, portanto, não seria destinada a regular o art. 155 da Lei nº 6.404/76 e tampouco alteraria a definição legal do *insider trading*. Com o respaldo da competência que a Lei nº 6.385/76 lhe atribui, a CVM criaria, assim como fez para os administradores de carteira, uma proibição de negociar valores mobiliários, independentemente de terem os sujeitos envolvidos na operação acesso a informações privilegiadas.

Conclusão.

48. Pelas razões acima apresentadas, não vejo como me filiar à tese de que o regime de presunções poderia recair também sobre a vedação prevista no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

49. Apesar disso, reconheço não se tratar de questão incontroversa, frente à interpretação do art. 13, §4º no sentido oposto, já bastante consolidada por reiteradas decisões do Colegiado fundadas em argumentos refletidos.

50. Diante da controvérsia existente, e reconhecida não somente por quem vê mais razões para se enxergar no art. 13, §4º, uma vedação autônoma como por quem estende a tal dispositivo as presunções aplicáveis ao art. 13 como um todo, me parece conveniente e oportuna uma revisão do texto da Instrução CVM nº 358/02, de modo a trazer clareza para a norma. Em tal esclarecimento normativo, caberia ao regulador, a meu ver, reforçar o caráter de vedação autônoma do §4º.

51. Seja como for, minha divergência com relação a um ponto da fundamentação não prejudica minha integral concordância com as conclusões do voto do Relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de junho de 2018.

Marcelo Barbosa
Presidente

¹Dos sete negócios analisados pela acusação, três foram realizados dentro do período de 15 dias que antecedeu a divulgação das informações financeiras da Companhia e os demais foram realizados dias antes do início desse período.

² Citam-se, como exemplos, o PAS 13/06, julgado em 2009 e o PAS 2009/2172, julgado em 2010. Nestes precedentes ficou muito claro o entendimento do Colegiado à época de que a vedação posta pela Instrução CVM nº 358/02 é absoluta e que, nas palavras do então Diretor Eliseu Martins, relator do PAS 13/06, a **"verificação do descumprimento dessa determinação é objetiva, na medida em que basta confirmar se, no caso concreto, (i) o acusado era efetivamente membro do Conselho de Administração quando as negociações foram realizadas; e (ii) as negociações com os valores mobiliários ocorreram no período de 15 dias que antecedeu a divulgação das informações periódicas"** (grifou-se). A interpretação do Colegiado nesses dois precedentes foi confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN no contexto dos recursos 12.947, julgado em 03.06.2014 (367ª Sessão) e 13.097, julgado em 15.04.2014 (365ª Sessão). O CRSFN manifestou-se na mesma linha recentemente no julgamento de recurso apresentado no âmbito do PAS 2012/13.047 (cf. Recurso 14.164, julgado em 20.03.2018, 411ª Sessão).

³ Esses sujeitos são: (i) acionistas controladores, diretos ou indiretos; (ii) diretores; (iii) membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, criados por disposição estatutária; (iv) quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante; e (v) qualquer sujeito que tenha conhecimento da

informação relativa ao ato, ou fato, relevante, independente de ocupar cargo, função, ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas. Este último item visa atingir, principalmente, aqueles que tenham relação comercial, profissional, ou de confiança, com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição.

⁴ No caso dos sujeitos referidos na última parte do *caput* e no §1º do art. 13, aplica-se apenas a presunção de que utilizaram a informação relevante com o propósito de se beneficiarem, posto que o acesso à informação privilegiada já está contemplado pela regra.

⁵ Art. 29, inciso II, da Instrução CVM nº 480/09.

⁶ Art. 25, §2º, da Instrução CVM nº 480/09.

⁷ Conforme passagem do voto que proferiu neste Processo.

⁸ Como pontuado no voto do Relator neste Processo, o item 11 do art. 19 do Regulamento (UE) nº 596/2014 proíbe os dirigentes dos emissores de efetuar qualquer operação com os valores mobiliários do emitente no período de 30 dias úteis antes do anúncio de um relatório financeiro. Na mesma linha, a bolsa de Hong Kong editou regra aplicável às entidades nela listadas que, na seção "*Absolute prohibitions*", cria vedação à negociação de valores mobiliários por administradores durante o período de 60 e 30 dias que precedem, respectivamente, a publicação das demonstrações financeiras anuais e trimestrais (Item 3, Regra A, do Apêndice 10 da *Main Board Listing Rules*). A bolsa de Singapura, por sua vez, editou norma semelhante, que também proíbe a negociação de ações pela companhia e seus administradores durante as duas semanas que anteceder a publicação das demonstrações financeiras trimestrais e no mês anterior à publicação das demonstrações financeiras anuais da companhia (Item 19 (a) da regra 1207 da *Mainboard Rules da SGX-ST Listing Manual*).

⁹ Motivação semelhante justificou a proibição estabelecida pela *Securities Exchange Commission* de percepção de lucros por parte de *insiders* (assim entendidos os administradores e controladores diretos e indiretos que sejam titulares de, no mínimo, 10% de valores mobiliários emitidos pela companhia) mediante operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas em lapso de tempo inferior a 6 meses (Seção 16(b) do *Securities Exchange Act of 1934*). A interpretação que a SEC e os tribunais americanos dão a essa regra é no sentido de que não é preciso comprovar a existência ou uso de informação privilegiada quando das operações. Trata-se, assim, de presunção absoluta de utilização desleal de informação privilegiada. Havendo, portanto, negociação pelos *insiders* em período inferior a 6 meses, a companhia emissora terá o direito de recuperar o valor auferido. Isso mostra que a finalidade da regra norte-americana foi justamente privilegiar a segurança jurídica e a higidez do mercado de capitais a permitir tais transações e incumbir-se do ônus de demonstrar o mal uso de informação privilegiada em situações em que o *insider trading* é bastante provável.

¹⁰ Processo nº RJ 2005/8456, de que foi Relator o Diretor Pedro Marcilio.

¹¹ Conforme art. 17 da Instrução CVM nº 558/2015.