



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/0577**

Reg. Col. nº 9591/2015

**Acusados:** Márcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Eduardo de Freitas Teixeira

**Assunto:** Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

**Diretor-Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**VOTO**

**I. INTRODUÇÃO**

1. Este processo administrativo sancionador foi instaurado para apurar a responsabilidade de Márcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Eduardo de Freitas Teixeira pelo suposto uso indevido de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A. (“HRT” ou “Companhia”) realizadas em maio de 2012.

2. Os três acusados eram então executivos do Grupo HRT<sup>1</sup> e adquiriram ações da Companhia na véspera da divulgação de dois avisos de fato relevante<sup>2</sup>. O primeiro deles foi divulgado em 23.05.2012 e noticiava a assinatura, por uma subsidiária da

---

<sup>1</sup> Márcio Rocha Mello e Eduardo de Freitas Teixeira eram administradores da HRT. Milton Romeu Franke, por sua vez, era diretor presidente da HRT O&G Exploração e Produção de Petróleo Ltda., subsidiária da Companhia.

<sup>2</sup> Neste voto, utilizarei as expressões “aviso de fato relevante”, empregada no artigo 9º, §2º, da Instrução CVM nº 358/2002, e “fato relevante” para me referir às comunicações realizadas na forma da referida instrução para divulgar informação relativa a ato ou fato relevante.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Companhia, de uma carta de vinculação<sup>3</sup> para contratação de uma sonda para a perfuração de poços na costa da Namíbia. Já o segundo aviso foi divulgado dois dias depois e tratava do desdobramento das ações da HRT.

3. A caracterização do *insider trading* requer a presença 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.

4. Pelas razões que elaborarei ao longo deste voto, entendo que, embora tenham sido divulgadas por meio de avisos de fato relevante, as informações veiculadas nos dias 23 e 25.05.2012 não eram, de fato, privilegiadas. Com efeito, as informações contidas nos referidos avisos tratavam de fatos que já eram públicos e nada traziam de novo (em relação ao que já se sabia) que pudesse configurar uma nova informação relevante. Por tal motivo, entendo que as acusações de *insider trading* formuladas contra os três acusados devem ser de plano afastadas.

5. A análise prossegue da seguinte maneira. Na próxima parte, tratarei dos dois elementos que caracterizam uma informação como privilegiada: a sua relevância e o seu caráter reservado. Indo adiante, na terceira seção, analiso o conteúdo dos fatos relevantes divulgados nos dias 23 e 25.05.2012 e exponho as razões pelas quais entendo que não havia, naquele momento, assimetria informacional relevante que impedisse os acusados de operar com ações da HRT. A quarta seção, por fim, conclui.

## II. INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: RELEVANTE E SIGILOSA

6. São dois os elementos que caracterizam uma informação como privilegiada: a sua relevância e o seu caráter reservado<sup>4</sup>. Nas próximas subseções, analiso separadamente cada um desses requisitos.

---

<sup>3</sup> Tradução livre. No original, *Letter of Award*, doravante referida simplesmente como LOA.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II.1. O CARÁTER RELEVANTE DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

7. No regime brasileiro, é relevante a informação capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. É o que se depreende da leitura dos artigos 155, §1º, e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e do artigo 22, §1º, inciso VI, da Lei nº 6.385/1976<sup>5</sup>, complementados, ainda, pelo artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002<sup>6</sup>.

8. Em termos gerais, a definição brasileira está alinhada com a prática internacional. De acordo com um estudo da IOSCO - International Organization of Securities Commissions datado de 2003, *“in a majority of the countries examined, information is material if, when made public, it could (‘would probably’, ‘would be*

---

<sup>4</sup> Ao longo do voto eu emprego indistintamente os adjetivos “reservado” e “sigiloso” para me referir à informação que não é de conhecimento público. A definição do que seria essa informação é o objeto da subseção II.2 abaixo.

<sup>5</sup> Lei nº 6.404/1976:

Art. 155. *Omissis.* § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários

Art. 157. *Omissis.* § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Lei nº 6.385/1976:

Art. 22. *Omissis.* § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: (...) VI - a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

<sup>6</sup> Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*likely to’) substantially (‘considerably’, ‘materially’) influence the price (or value) of securities. This definition is common among many jurisdictions (with differences in meaning attributable to difficulties of translation). Some jurisdiction also limit ‘material’ information to information that is precise (or ‘specific’), but generally do not provide a definition of that term”<sup>7</sup>.*

9. Também em linha com a experiência internacional<sup>8</sup>, a jurisprudência da CVM é hoje pacífica no sentido de que a informação relevante não se refere necessariamente a uma informação completa. De fato, **a informação acerca de um processo complexo, composto por múltiplas etapas, pode ser relevante independentemente do negócio já estar formalizado ou mesmo de se ter certeza de sua concretização**. Nesse sentido, noto que embora a regulação brasileira se refira à informação acerca de um “ato ou fato (...) ocorrido ou realizado” e que outras jurisdições, especialmente as europeias, façam referência a uma informação de “caráter preciso”<sup>9</sup>, entende-se que a relevância da

---

<sup>7</sup> IOSCO. *Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Março de 2003, p. 4. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>. Último acesso em 05.12.2017.

<sup>8</sup> Nos Estados Unidos, vale mencionar a famosa decisão do Second Circuit no caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (1969) que consagrou o teste de probabilidade-magnitude (“TGS”). *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F.2d 833 (2d Cir. 1969). Mesmo após o caso TGS, muitas cortes norte-americanas entendiam que o teste de probabilidade-magnitude gerava uma excessiva insegurança e defendiam que, no contexto de uma operação societária, a informação relevante somente surgiria quando houvesse um acordo quanto as principais características do negócio, especialmente o preço das ações e a estrutura da operação (*agreement-in-principle test*). No caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988), a Suprema Corte dos Estados Unidos afastou a confirmou a validade do teste de probabilidade-magnitude enunciado em TGS, inclusive para os casos de reorganizações societárias e outras operações similares. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). No Direito Comunitário Europeu, vale mencionar a decisão da Corte de Justiça Europeia, o mais elevado tribunal da União Europeia para questões de direito comunitário, no caso *Markus Geltd v. Daimler* (2012).

<sup>9</sup> Nesse sentido, o artigo 7º, item 1, (a), do Regulamento (UE) nº 596/2014: 1. “Para efeitos do presente regulamento, a informação privilegiada engloba os seguintes tipos de informação: (a) A informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emittentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”. O item 2 daquele mesmo artigo define o caráter preciso da informação privilegiada. Cito: “(...) considera-se que uma informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

informação relativa a um processo em andamento deve ser determinada a partir da ponderação (i) da sua **magnitude** pela (ii) **probabilidade** da sua ocorrência.

10. Noto, ademais, que no exame de processos complexos deve-se considerar não só a relevância do negócio, em sua inteireza, como também a das fases do seu desenvolvimento. Afinal de contas, **tanto o processo no seu conjunto quanto cada uma das etapas que o compõe podem constituir informação privilegiada.**<sup>10</sup>

11. Esse entendimento decorre do fato de não ser razoável supor que os investidores – e conseqüentemente, a cotação dos valores mobiliários – não poderiam ser influenciados, de modo ponderável, por certas informações apenas por se tratarem de processos ainda em curso, cujo desfecho ainda é incerto.

12. Naturalmente, quando se discute a relevância de uma informação referente a algo que já é, em alguma medida, conhecido, deve-se avaliar a relevância dos fatos novos, ainda não conhecidos do público, à luz daquilo que todos já sabem. Em outras palavras, não se pode analisar a relevância da informação de forma isolada, sem atentar para as informações que o mercado já possuía<sup>11</sup>.

---

de emissão. Neste contexto, no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um caráter preciso como também os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros.”

<sup>10</sup> Alem da parte final do item 2 do artigo 7 do Regulamento (UE) nº 596/2014, transcrito na nota anterior, o item 3 daquele mesmo artigo esclarece que “um passo intermédio num processo continuado no tempo pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os requisitos da informação privilegiada referidos no presente artigo”. A linguagem, vale dizer, reflete o teor da já mencionada decisão da Corte de Justiça Europeia no caso *Markus Geltl v. Daimler*.

<sup>11</sup> Nesse sentido, vale mencionar a jurisprudência norte-americana, onde resta claro que a relevância se refere ao impacto potencial de uma determinada informação na decisão dos investidores, à luz do conjunto de informações disponíveis naquele momento. Nesse sentido, transcrevo trecho da decisão da Suprema Corte norte-americana no já citado caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988): “the materiality requirement is satisfied when there is a ‘substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as **having significantly altered the “total mix” of information made available.**” (Sem grifos no original)

Em sentido similar, o considerando 14 do Regulamento (UE) nº 596/2014: “(14) Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis ex ante. Por conseguinte, **a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível ex ante.** Esta avaliação deve ter em conta o impacto



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

13. Antes de passar ao próximo ponto, gostaria de explorar a relação entre o conceito de informação relevante e o aviso de fato relevante. Embora a Instrução CVM nº 358/2002 determine que a informação relevante deva ser divulgada através do aviso previsto naquele mesmo normativo, **o que torna uma informação relevante é a sua capacidade de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter aqueles valores mobiliários, e não a forma de sua divulgação.**

14. Da mesma forma que o fato de determinada informação não ter sido divulgada na forma prescrita pela citada Instrução não nos autoriza a concluir que essa não era relevante – e são inúmeros os processos instaurados para apurar falhas dessa natureza – também não podemos concluir que uma determinada informação é relevante simplesmente por ter sido divulgada como tal.

15. **O fato de a companhia divulgar determinada informação através de aviso de fato relevante é um indício importante, mas não necessariamente definitivo, de que aquela informação é efetivamente relevante.** Sem dúvida, a avaliação do DRI sobre o assunto não deve ser desconsiderada nesse exame, sendo, de fato, um importante indício (muitas vezes, suficiente) para se concluir pela relevância de determinada informação. Não obstante, não se pode dar a esse julgamento um peso maior do que ele efetivamente tem. Afinal de contas, a avaliação do DRI pode, em certos casos, ter sido incorreta<sup>12</sup>, devendo cada situação ser analisada individualmente.

---

previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.” (Sem grifos no original)

<sup>12</sup> Não podemos ignorar o risco de o DRI ser excessivamente conservador na avaliação acerca da relevância de determinada informação (e conseqüentemente, sobre a forma de sua divulgação), a fim de evitar responsabilização pessoal. Afinal de contas, nossa regulação exige que informações que atinjam a relevância prevista na lei sejam divulgadas de forma diversa de outras informações que a companhia entenda pertinente – as primeiras, pelo aviso de fato relevante, as outras, por simples comunicados ao mercado – e a CVM já instaurou processos sancionadores para apurar responsabilidade pela utilização de comunicados ao mercado para noticiar informações, que, na visão da área técnica, seriam relevantes. Assim, pode-se imaginar que, conservadoramente, o DRI optará pela divulgação de fato relevante em casos onde entender que há uma dúvida genuína acerca da relevância de determinada informação (e em certos casos, é importante reconhecer, essa análise não é nada evidente) a fim de evitar questionamentos.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

16. Esse cuidado me parece especialmente importante em casos de *insider trading*, onde a avaliação final sobre a relevância da informação – como, ademais, dos demais requisitos necessários para a configuração do tipo em comento – remanesce com o julgador<sup>13</sup>. Essa análise é, muitas vezes, tortuosa, mas dela não podemos nos esquivar, escondendo-nos atrás do julgamento do administrador, especialmente quando estamos, em última instância, avaliando se determinada conduta configurou uma prática que é, inclusive, crime.

## II.2. O CARÁTER RESERVADO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

17. A segunda característica da informação relevante é ser sigilosa. Afinal de contas, a informação que é de conhecimento público não proporciona qualquer privilégio ao seu detentor. Nesse ponto, a questão que se coloca é o que define uma informação como sigilosa, ou, em outras palavras, o que é necessário para que uma informação privilegiada passe a ser de conhecimento público.

18. No regime brasileiro, a principal forma de disseminação de uma informação relevante é o aviso de fato relevante, divulgado na forma da Instrução CVM nº 358/2002. O referido normativo pressupõe, inclusive, que a divulgação de tal aviso automaticamente coloca o mercado em situação de simetria, razão pela qual o §5º do seu artigo 13 determina que “*as vedações previstas no caput e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado,*

---

<sup>13</sup> Dito isso, transcrevo aqui as observações do Diretor Pablo Renteria em sua manifestação de voto no PAS CVM nº RJ 2014/10290 (Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.06.2017), que são bem oportunas à discussão em tela: “[e]m princípio, não compete à CVM substituir-se ao administrador nesse julgamento, a menos que razões objetivas e robustas levem a entender que a decisão tomada foi manifestamente equivocada à luz das circunstâncias do caso, o que não me parece ter ocorrido no caso em apreço”. No mesmo sentido, o voto da Dir. Rel. Luciana Dias no PAS CVM nº SP012/2013 (j. em 18.08.2015) assinala as dificuldades da CVM se substituir ao julgamento dos administradores acerca da relevância de determinada informação.

Importante ressaltar que o padrão de revisão que se deve utilizar quando se avalia a conduta do DRI no manuseio de informação potencialmente relevante é diverso daquele que deve ser utilizado quando se analisa a relevância da informação para fins de caracterização do ilícito em tela. No primeiro caso, deve-se analisar a conduta do DRI sob o prisma da diligência – ou seja, se sua avaliação sobre a relevância da informação e outras decisões daí decorrentes foram razoáveis e tomadas de modo informado, refletido e desinteressado. Já nos casos de *insider trading*, não temos como nos omitir de uma análise substancial da informação (o que de modo algum afasta o uso de indícios), a fim de verificar se essa era efetivamente relevante.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria” (sem grifos no original).*

19. Noto, contudo, que certas informações consideradas relevantes são divulgadas de forma distinta. O exemplo mais claro talvez seja o das demonstrações financeiras trimestrais e anuais. A regulação presume a relevância desses documentos (artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002), mas reconhece que sua forma de divulgação é distinta daquela utilizada para o “típico” fato relevante (os ITRs, em especial, são arquivados eletronicamente, mas não são veiculados pela imprensa).

20. De fato, a regulação da CVM define quais são os canais adequados à divulgação das informações periódicas e relevantes exigidas na regulamentação, inclusive dos fatos relevantes. Em razão desse fato, certos casos instaurados para apurar a prática de *insider trading* acabam tendo como principal questão aferir se uma informação relevante divulgada por canais inadequados perdeu o seu caráter reservado, não podendo, conseqüentemente, configurar uma “informação privilegiada” para fins de configuração do citado ilícito.

21. As regras de divulgação da Instrução CVM nº 358/2002, vale dizer, não reconhecem a validade de divulgações feitas de forma distintas daquelas previstas naquela norma. Nesse sentido, a informação relevante (i) deve ser arquivada no site da CVM e da bolsa e também divulgada no jornal de grande circulação utilizado pela companhia ou em um portal de notícias na internet (artigo 3º, caput e §4º); (ii) somente pode ser veiculada em outro meio de comunicação após ou simultaneamente a divulgação acima referida (artigo 3º, §3º); e (iii) deve ser imediatamente divulgada na forma prescrita na norma caso escape do controle da companhia (artigo 6º, parágrafo único). Note-se que, no atual regime da Instrução CVM nº 358/2002, a divulgação da informação relevante por canal impróprio equipara-se à perda de controle sobre tal informação e o remédio prescrito é, necessariamente, a divulgação do aviso de fato relevante.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. Não obstante, **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, no PAS CVM nº 06/2003, j. 14.09.2005, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, a CVM entendeu que *“a informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários”*. Da mesma forma, no PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 21.08.2012, o Colegiado absolveu todos os acusados em razão de a operação ter sido objeto de boatos de mercado, discussões em *blogs* e notícias de jornal.

23. Já no PAS CVM nº RJ2013/8609, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.05.2017<sup>14</sup>, o Colegiado entendeu, por maioria, que o fato das informações acerca da celebração de determinado contrato já terem sido objeto de notícias veiculadas pela imprensa e confirmadas pela companhia por meio de comunicado ao mercado não seria suficiente para retirar caráter reservado da informação relevante. A decisão, no caso, se fundamentou sobretudo na comparação entre o conteúdo do fato relevante e o das divulgações anteriores, bem como no impacto da divulgação do fato relevante no preço do papel<sup>15</sup>.

24. Em todos os casos, a CVM reconhece que a informação amplamente disseminada não pode configurar uma informação privilegiada. Contudo, **não é qualquer vazamento ou notícia que elimina o caráter reservado da informação privilegiada, sendo necessário verificar se tal vazamento efetivamente disseminou a informação no mercado.** Essa análise dependerá, sempre, das circunstâncias do caso

---

<sup>14</sup> O julgamento foi iniciado em 16.12.2016, quando, após pedido de vista realizado pelo Diretor Gustavo Borba, a sessão foi suspensa.

<sup>15</sup> Nas palavras do Diretor-Relator, Henrique Machado: “O que se depreende destes dados é que a divulgação prévia da parceria não havia sido suficiente para que o mercado absorvesse os seus efeitos, o que somente ocorreu com a divulgação oficial pela HRT, tornando o assunto de domínio público. Antes disso, ou seja, antes da sua completa disseminação e absorção pelo mercado, a informação é considerado privilegiada e, portanto, passível de utilização indevida pelos *insiders*”.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

concreto – a divergência dos votos proferidos no PAS CVM nº RJ2013/8609, a meu ver, indica que essa análise factual muitas vezes não é evidente.

25. Essa abordagem mais rigorosa me parece mais fiel ao espírito da nossa lei, pois privilegia a ampla disseminação da informação relevante e coíbe de forma mais efetiva a prática do *insider trading*. Ademais, vale dizer que esse posicionamento está em linha com a experiência de outras jurisdições.

26. Nos Estados Unidos, por exemplo, entende-se que a informação se torna pública quando é adequadamente disseminada e absorvida pelo mercado e passa a ser refletida nos preços dos valores mobiliários<sup>16</sup>. Essa análise tem que ser feita em cada caso, mas, em geral, considera-se que a informação se torna pública entre um a três dias úteis após sua divulgação. Em raros casos de empresas amplamente negociadas e cobertas por diversos analistas, isso pode, entretanto, ocorrer em apenas algumas horas. Dado que, naquele país, a informação relevante só deixa de ser privilegiada quando devidamente assimilada, não é de se surpreender que muitos casos norte-americanos de *insider trading* envolvem negociações realizadas quando alguma informação acerca do assunto já havia sido divulgada ao público<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> As regras editadas pela Securities and Exchange Commission não definem os conceitos de relevância e de sigilo que caracterizam a informação como privilegiada, valendo-se da jurisprudência. Nesse sentido, o relatório divulgado pela SEC quando a Regulation FD foi submetida à Audiência Pública assinalava: “The Regulation also does not specifically define the term ‘nonpublic.’ It is well established that information is nonpublic if it has not been disseminated in a manner making it available to investors generally. In order to make information public, ‘it must be disseminated in a manner calculated to reach the securities market place in general through recognized channels of distribution, and public investors must be afforded a reasonable waiting period to react to the information.’ The Regulation does specify means by which ‘public disclosure’ is to be made”. Securities and Exchange Commission. *Selective Disclosure and Insider Trading. Proposed Release*. Release Nos. 33-7787, 34-42259, IC-24209, File No. S7-31-99. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-42259.htm>. A opção foi confirmada no relatório divulgado quando da edição da norma: “The final regulation, like the proposal, applies to disclosures of ‘material nonpublic’ information about the issuer or its securities. The regulation does not define the terms ‘material’ and ‘nonpublic,’ but relies on existing definitions of these terms established in the case law.” *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*. Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>. Último acesso em 06.12.2017.

<sup>17</sup> Por exemplo, o célebre caso SEC v. Texas Gulf Sulphur envolveu discussões sobre operações realizadas quando a informação privilegiada não só já havia sido divulgada em alguns jornais canadenses como também era do conhecimento de corretores nos Estados Unidos. Para maiores informações sobre o



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

27. Vejam que a regra norte-americana é, inclusive, mais rigorosa do que a brasileira. Lá, se exige a divulgação por canais idôneos e a efetiva assimilação; por aqui, se presume que a divulgação do aviso de fato relevante é suficiente para eliminar, de imediato, qualquer assimetria informacional.

28. Embora entenda que o regime estadunidense é, nesse ponto, mais justo, não podemos alterar a regra do §5º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 em um julgamento dessa natureza<sup>18</sup>. Assinalo, por fim, ser uma boa prática de governança estipular, nas políticas de negociação, que os períodos de vedação se estendam, inclusive, por um período posterior à sua divulgação, a fim de assegurar que a informação relevante seja adequadamente disseminada e assimilada pelo mercado antes de os *insiders* poderem voltar a negociar.

### **III. A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES VEICULADAS NOS AVISOS DE FATO RELEVANTE DE 23 E 25.05.2012**

#### **III.1. O FATO RELEVANTE DE 23.05.2012 – CELEBRAÇÃO DA CARTA DE VINCULAÇÃO**

29. A primeira informação supostamente relevante que teria sido utilizada nas negociações era referente à celebração, pela HRT África Petróleo S.A., de uma carta de vinculação para contratação de uma sonda que seria utilizada na campanha exploratória na costa da Namíbia. O assunto foi objeto do fato relevante divulgado em 23.05.2012.

30. Gostaria de plano de refutar o argumento das defesas de que a informação acerca da assinatura da LOA não pode configurar fato relevante dado que a referida

---

assunto, incluindo outros casos nessa situação, cf. WANG, William K. S. & STEINBERG, Marc. I. *Insider Trading*. 3<sup>rd</sup> Ed., Nova York: Oxford University Press, 2010, pp. 142 e ss.

<sup>18</sup> Não obstante, parece-me que devemos refletir acerca da conveniência de se rediscutir a regra do §5º do artigo 13 em uma futura revisão da Instrução CVM nº 358/2002. Nesse sentido, a IOSCO alertava já em seu relatório de 2003 que “even where a jurisdiction has a well developed and regulated infrastructure for the transmission of price sensitive information, insiders can abuse the market if they are permitted to trade shortly after disclosure, before other investors can react to the news. To avoid such problems, trading halts would seem appropriate to permit a fair dissemination of information and to give non-insiders the opportunity to react to the news.” IOSCO, *Op. Cit.*, p. 3.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

carta apenas marca um estágio preliminar na negociação, não assegurando a efetiva contratação da sonda. Como disse na seção anterior, é pacífico na CVM que a informação acerca de uma negociação em andamento pode ser relevante mesmo antes de se ter certeza sobre a concretização do negócio e, por conseguinte, independentemente de sua formalização.

31. Assim, se a contratação da sonda é relevante para a companhia, as etapas anteriores do processo de formação desse contrato podem ou não também ser relevantes. Nesse sentido, o já mencionado teste de magnitude-probabilidade deixa implícito que a relevância de um mesmo fato pode se modificar ao longo do tempo, conforme a sua probabilidade de ocorrência aumente ou diminua. Embora não seja vinculante, a celebração de uma LOA é um marco na negociação<sup>19</sup> e a análise da relevância da informação, naquele momento, deve considerar a magnitude do possível negócio pela probabilidade de sua ocorrência.

32. Afastado o argumento de que a informação acerca de um documento não vinculante, referente a um processo ainda em curso, não poderia caracterizar uma informação relevante, a discussão acerca da existência de informação privilegiada relativa à contratação da sonda no momento em que os acusados negociaram o papel passa a gravitar em torno do seu caráter reservado. Isso porque em 09.05.2012 a HRT já havia divulgado a ata da reunião do conselho de administração realizada naquela data, que ratificou a decisão de aprovar a assinatura da LOA. Ademais, a contratação da referida sonda foi abordada nas teleconferências realizadas em 11<sup>20</sup> e 22.05.2012<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> É relativamente comum que processos negociais complexos envolvam, em uma fase às vezes embrionária, a celebração de um documento não vinculante, registrando alguns pontos inicialmente acordados para a operação aventada. Esse marco tem importância: por exemplo, é comum que ele marque o período de exclusividade onde as partes estreitarão as tratativas e intensificarão o trabalho em medidas correlatas (tais como a negociação dos documentos definitivos e a realização de *due diligence*) visando a ultimação do negócio.

<sup>20</sup> V. p. ex. os seguintes trechos extraídos da transcrição da referida teleconferência (fls. 758-778): “Além disso, **estamos garantindo uma sonda** e as atividades de perfuração planejadas estão bem adiantadas, com isso esperamos dar início à perfuração do nosso primeiro poço da Namíbia no final de 2012”. (Fl. 761 – sem grifos no original).

“Estamos avançando com a nossa preparação para a campanha de perfuração. Como o Marcio disse, planejamos começar a perfurar no final de 2012, início de 2013. **Então estamos muito próximos de**



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

33. Considerando esses fatos, entendo que a análise nesse ponto pode ser decomposta em duas perguntas:

- (i) primeira pergunta: a divulgação feita pela Companhia antes do fato relevante de 23.05.2012 foi suficiente para eliminar qualquer assimetria informacional relevante relacionada à contratação da sonda?
- (ii) segunda pergunta: havia alguma diferença relevante entre as manifestações realizadas pela HRT antes das operações questionadas neste PAS e o teor do fato relevante divulgado em 23.05.2012? Os desdobramentos posteriores às divulgações feitas pela Companhia consistiam em nova informação relevante?

34. Com relação à primeira pergunta, entendo que a acusação não logrou demonstrar que a divulgação da ata da RCA seguida da discussão do assunto nas teleconferências não foram suficientes para eliminar a assimetria relevante que eventualmente existia entre os administradores e os demais investidores com relação à contratação da sonda. Nesse ponto, reitero concordar com a orientação adotada pelo Colegiado no PAS CVM nº RJ2013/8609, mas de destaque que o ônus da prova continua sendo da acusação.

35. No caso em tela, o único elemento trazido pela acusação para sustentar a relevância da informação foi o fato dela ter sido veiculada através de aviso de fato relevante após as compras feitas pelos acusados. Como já expus acima (vide itens 13 a 16 deste voto), entendo que a divulgação de fato relevante é um forte indício da relevância da informação, mas não é, necessariamente, suficiente para encerrar a discussão, especialmente em casos que apuram se pessoas que não foram responsáveis pela divulgação da referida informação praticaram uma das mais graves condutas do mercado de capitais, que, inclusive, configura crime.

---

**assinar uma sonda para o nosso projeto.** E também gostaria de falar com vocês sobre o andamento do nosso processo de *farm down*. Vou falar um pouco sobre isso mais tarde, mas já tivemos um grande número de empresas que vieram nos visitar. E ainda há outras por vir”. (Fl. 765 – sem grifos no original)

<sup>21</sup> V. roteiro para teleconferência às fls. 405-414. Referências à campanha exploratória na Namíbia e à contratação de sonda às fl. 406 (em especial) e às fls. 411-412.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

36. Por outro lado, noto que existem importantes elementos que, no mínimo, colocam em xeque a existência de uma situação de assimetria relevante, que impedisse os *insiders* de negociar com o papel. Em primeiro lugar, a campanha exploratória na Namíbia era de conhecimento público, sendo razoável, portanto, concluir que a subsidiária da Companhia encarregada de desenvolver aquele portfólio de projetos iria contratar sondas para realizar as perfurações.

37. Nesse cenário, a divulgação da ata da reunião do conselho de administração realizada em 09.05.2012 forneceu ao mercado informações mais específicas sobre a sonda e o estágio de sua contratação (as negociações preliminares estavam então resultando na celebração de uma LOA). As teleconferências realizadas em 11 e 22.05.2012 reforçaram o ponto e deram possibilidade para que os profissionais do mercado (tais como analistas e gestores de recursos), investidores e demais interessados tomassem conhecimento do negócio e fizessem questionamentos que porventura entendessem pertinentes acerca da matéria. Noto, inclusive, que estamos analisando três comunicações oficiais feitas proativamente pela Companhia, a primeira delas muitos dias antes dos negócios questionados neste PAS, e não boatos de mercado ou comunicados evasivos.

38. Indo adiante, e já passando para a segunda pergunta, noto que não temos notícia de qualquer fato ocorrido entre os dias 09 e 22.05.2012 que indique uma evolução relevante no processo de contratação da sonda. Com efeito, a RCA de 09.05.2012 foi convocada após a Companhia ter recebido uma via assinada da LOA. Ou seja, o conselho de administração aprovou a celebração de um documento que já havia sido negociado, não havendo indícios nos autos de que houvesse maiores dúvidas quanto à capacidade da subsidiária de assinar a carta de vinculação. Com relação à celebração do contrato definitivo, noto que o prazo inicialmente fixado na LOA foi sucessivamente renovado e que a efetiva contratação da sonda somente foi realizada em 28.06.2012, mais de um mês, portanto após a publicação do fato relevante.

39. Esse ponto, a meu ver, fulmina o argumento da acusação de que existiria uma diferença material entre o teor da informação divulgada na ata da RCA e o do fato



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

relevante, dado que a ata da RCA não indicava ao mercado a data exata em que a LOA seria celebrada. O fato relevante de 23.05.2012, é importante que se diga, também não menciona a data de assinatura da LOA. Não obstante, ao contrário do que indicam as defesas, há uma mudança temporal entre os dois documentos: a ata da RCA autoriza a celebração enquanto o fato relevante noticia a assinatura, então já realizada.

40. Essa diferença não me parece, todavia, configurar uma informação relevante especialmente quando se analisa a efetiva evolução da negociação no período (vide item 38 deste voto). Como já assinalado, **um passo intermediário em um processo continuado pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os requisitos de relevância previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 358/2002**. No caso, não vejo como considerar relevante a assimetria então existente. Noto, inclusive, que se a informação fosse de fato relevante, a sua divulgação em 23.05.2012 teria sido, no mínimo, intempestiva. Não obstante, a área técnica não tomou qualquer providência para apurar a responsabilidade do DRI no caso.

41. O último argumento com relação ao fato relevante de 23.05.2012 trata do comportamento do mercado nesses dias. Embora a ação da HRT tenha se valorizado no período, existem diversas outras razões que podem explicar o comportamento do papel naqueles dias, muitos dos quais me parecem mais plausíveis do que a divulgação de fato relevante noticiando mais uma vez a celebração de uma carta não vinculante. Nesse sentido, recordo que o papel sofreu uma forte queda quando da divulgação dos resultados desfavoráveis no projeto Solimões, e que a administração da HRT estava então atuando de forma bastante incisiva para transmitir ao mercado a sua percepção de que a cotação não refletia de forma adequada os fundamentos da Companhia. Ademais, havia a perspectiva de maior liquidez em razão do iminente desdobramento, objeto da próxima subseção deste voto. Por fim, noto que o papel era muito volátil e que as oscilações no dia em que o fato relevante foi divulgado foram, inclusive, menores do que a média do período.

42. Diante de todo o exposto, entendo que a acusação não logrou demonstrar que havia uma assimetria relevante (nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002)



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que impedisse os acusados de negociar nos dias que antecederam a divulgação do fato relevante de 23.05.2012.

### III.2. O FATO RELEVANTE DE 25.05.2012 – DESDOBRAMENTO DE AÇÕES

43. Passo ao exame do segundo fato relevante, divulgado em 25.05.2012, que tratou do desdobramento das ações da HRT. A própria acusação reconhece que o referido desdobramento era público, mas entende que aquele novo aviso teria trazido novas informações relevantes acerca do processo<sup>22</sup>.

44. Uma nota introdutória acerca da relevância da informação veiculada em 25.05.2012. O desdobramento é uma operação que não afeta os fundamentos da companhia e que, conseqüentemente, não deveria alterar de forma significativa o seu valor de mercado. O desdobramento simplesmente aumenta o número de ações em circulação mediante a divisão de uma ação em várias (conforme o fator de desdobramento fixado). Assim, uma operação de desdobramento à razão de 1:50 deveria, a princípio, fazer com que o titular de 10 ações no valor de \$50 cada uma passasse a deter 500 ações, no valor de \$1 cada. Note-se que o valor total do investimento (\$500) permanece inalterado após o desdobramento. Por outro lado, essa operação pode ter efeitos importantes na liquidez do papel e, eventualmente, resultar em alguma valorização.

45. O desdobramento das ações da HRT tem algumas particularidades que merecem ser mencionadas. Na época em que a HRT realizou o seu IPO (2010), a BM&FBovespa (atual B3) tinha uma regra não escrita que exigia que ofertas públicas de distribuição de ações emitidas por companhias pré-operacionais fossem colocadas apenas entre investidores qualificados<sup>23</sup>. Ademais, a bolsa exigia que a oferta fosse

---

<sup>22</sup> Ressalto que para a acusação, somente negócios realizados após a divulgação do fato relevante de 23.05.2012, analisado na subseção anterior, caracterizariam o uso dessa informação supostamente privilegiada. Por tal motivo, apenas o acusado Milton Romeu Franke foi acusado de ter se valido de informações privilegiadas acerca do desdobramento em seus negócios com HRT.

<sup>23</sup> Com a edição da Instrução CVM nº 551/2014, a principal regra da CVM sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários – a Instrução CVM nº 400/2003 – incorporou a prática da bolsa, no seu artigo 32-A. Sobre o assunto, cf. Audiência Pública CVM SDM nº 01/2014.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

estruturada de forma a que o preço por ação fosse fixado em um valor elevado, a fim de evitar a entrada dos investidores de varejo nos primeiros 18 meses contados do encerramento da oferta, e proibia esses emissores de realizar qualquer desdobramento de ações durante esse período inicial<sup>24</sup>.

46. Em 27.04.2012, os acionistas da HRT reunidos em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária (“AGOE”) aprovaram, por maioria, o desdobramento das ações da Companhia à razão de 1:50. Tendo em vista que o compromisso assumido no IPO se encerraria em um sábado, 26.05.2012, a ata da assembleia consignou que o desdobramento seria efetivado no primeiro dia útil subsequente, 28.05.2012.

47. Já o fato relevante de 25.05.2012 informava que o desdobramento seria realizado com base na posição final dos acionistas da HRT no dia 28.05.2012 e que, conseqüentemente, as ações seriam negociadas desdobradas a partir do dia seguinte. De acordo com a acusação, o fato relevante teria alterado a data do desdobramento. A defesa, por sua vez, argumenta que a Companhia ficou em dúvida quanto a contagem do prazo e, conseqüentemente, o teor da deliberação da assembleia sobre a matéria. Assim, a HRT teria, conservadoramente, optado pela interpretação manifestada no fato relevante em análise, dado que a outra opção – utilizar como base para o desdobramento a base de acionista do dia 25.05.2012 – implicaria adotar uma das etapas do desdobramento antes do término do prazo acordado com a bolsa.

48. No meu entender, os fatos acima resumidos desautorizam a conclusão da acusação. Em primeiro lugar, o processo de desdobramento era amplamente conhecido pelo mercado. A operação era esperada desde o IPO e foi aprovada pelos acionistas na AGOE, cujo material foi divulgado na forma prevista na lei e nas normas editadas pela CVM.

---

<sup>24</sup> No caso da HRT, as ações eram inicialmente negociadas exclusivamente em lotes individuais e indivisíveis de 100 ações, sendo vedado qualquer desdobramento por um período de 18 meses a partir da data de publicação do anúncio de encerramento. Durante aquele período, as ações somente podiam ser negociadas em lotes de 100 ações. As ações da companhia sofreram uma substancial desvalorização entre o IPO e o período tratado neste processo, mas vale mencionar que, na época em que a oferta estava sendo estruturada, o acordo era que o lote de 100 ações tivesse o valor mínimo inicial de R\$100.000,00.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

49. Em segundo lugar, não vejo como entender que as informações contidas no fato relevante de 25.05.2012 tenham trazido algo de novo que pudesse ser considerado relevante para os fins da Instrução CVM nº 358/2002. Essa conclusão independe, vale dizer, de se considerar aquele documento um esclarecimento ou uma ratificação. A alteração da data de efetivação do desdobramento em apenas um dia, caso essa seja a interpretação, não me parece ser uma informação relevante no conjunto de informações existentes sobre a Companhia. Assim como no comunicado de 23.05.2017, não posso deixar de notar aqui que, caso estivéssemos diante de uma informação relevante, sua veiculação no dia 25.05.2017 teria sido intempestiva e, conseqüentemente, em desacordo com o que prevê a Instrução CVM nº 358/2002.

50. Por fim, reforço que o comportamento do valor mobiliário após a divulgação do fato relevante é um elemento importante para a análise *ex post* da relevância da informação, mas não é definitivo<sup>25</sup>. Ademais, essa análise em retrospectiva não pode fundamentar uma acusação contra pessoas que, de forma razoável, entendiam *ex ante* não existir informação relevante quando negociaram o papel<sup>26</sup>.

51. No caso em tela, o exame do mercado não pode ignorar o fato de que o desdobramento das ações da HRT tinha uma particularidade, pois tornaria as ações acessíveis ao varejo. Embora as notícias sobre os projetos de exploração

---

<sup>25</sup> Nesse sentido, transcrevo trecho do voto proferido pelo Presidente Marcelo Trindade no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, j. 17.01.2007 (Dr. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa): “No tocante ao impacto no mercado – embora o voto do Relator esclareça que, no caso concreto, as cotações das ações da CAEMI foram afetadas – é sempre bom lembrar (como também foi dito pelo Relator) que o ‘impacto efetivo’ na cotação das ações não se confunde com o impacto potencial de que trata a lei. O impacto efetivo poderá não se verificar na prática e, muitas vezes, por razões externas à própria companhia. O mercado pode estar num momento tão aquecido a ponto de notícias que, em outros cenários, poderiam afetar a cotação das companhias, não a afetem, porque há outras notícias melhores fazendo com que aquelas cotações não sejam afetadas. De todo modo, o juízo que o administrador deve fazer é um juízo considerando a potencialidade de impacto. Claro que esse juízo primário, como a defesa ressaltou da Tribuna, pertence ao administrador, mas ele deve fazê-lo ponderando essa potência de impacto, até porque ninguém tem como saber, antecipadamente, se a decisão vai ou não causar impacto efetivo.”

<sup>26</sup> Como, aliás, adverte a regra européia. Veja o que diz o Considerando 15 do Regulamento (UE) nº 596/2014: “A informação *ex post* pode ser utilizada para verificar a presunção de que os preços são sensíveis à informação *ex ante*, mas não deverá, ser utilizadas contra pessoas que tenham extraído conclusões razoáveis das informações *ex ante* colocadas à sua disposição”.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contemporaneamente divulgadas recomendassem cautela com relação à euforia vista à época do IPO, e as ações da HRT tivessem, de fato, sofrido uma substancial desvalorização, pode-se ver que havia uma pressão compradora reprimida, que somente poderia acessar o papel após o desdobramento. Esse fato, a meu ver, é mais um elemento que indica que a informação sobre a data do desdobramento não era relevante.

**IV. CONCLUSÃO**

52. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Márcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Eduardo de Freitas Teixeira de todas as acusações a eles imputadas neste PAS.

É o voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2017

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor-Relator