



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2015/13651

Reg. Col. nº 0278/2016

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 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Diretor-Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

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 6.404/1976 e o artigo 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 já de plano superadas. 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.



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

3. Já a questão de direito se refere à correta interpretação do artigo 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 artigo 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 (j. 09.12.2015), nas situações descritas no artigo 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 ARTIGO 13 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002

4. O entendimento de que o artigo 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 do 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 artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (combinado com o artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976), 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,



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

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 artigo 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 RJ 2016-5039, j. 26.09.2017, ao qual me reporto nesse ponto.

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 (j. 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, PAS CVM nº 06/2003, j. 14.09.2005, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 21.08.2012; PAS CVM nº RJ2013/8609, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 09.05.2017, PAS CVM Nº RJ2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 11.12.2017.



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

8. Antes de prosseguir, noto que o *caput* do artigo 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 artigo 13 acima mencionadas.

9. Já o **§1º do artigo 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 artigo 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 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.³

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

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.



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

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 artigo 13, por sua vez, é a de que as pessoas indicadas na primeira parte do *caput* do artigo 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 artigo 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 artigo 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.

⁴ No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2014/0577, assinei 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.



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

15. Como disse, no caso em tela parece-me indiscutível o acesso dos acusados às informações relativas às demonstrações financeiras antes dessas 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 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 claro 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 artigo 13 da Instrução CVM n° 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

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.



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

dos resultados da Brasil Brokers em razão dos cargos que ocupavam nas controladas da Companhia. Nesse sentido, noto que as pessoas sujeitas ao artigo 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 artigo 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 6.385/1976), 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 reprovabilidade. Os processos instaurados pela CVM para apurar o uso de informação privilegiada decorrem da proibição constante dos §§ 1º e 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976. A rigor, o artigo 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.



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

22. Entendo, portanto, que **todas as operações destacadas pela SEP podem ser analisadas à luz do artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976. No tocante às operações realizadas com mais de 15 dias de antecedência, considero inadequada a capitulação com base no §4º do artigo 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 artigo 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 artigo 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 defensores 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 defensor argumenta que tais relatórios tinham sempre o mesmo formato e que, conseqüentemente, dizer que as prévias trimestrais continham informação relevante implicaria em dizer que os relatórios mensais também teriam. Ressalta, ainda, que 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

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, j. 12.09.2017, Rel. Diretor Pablo Renteria.

28. Ademais, o §4º do artigo 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 artigo 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 artigo 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



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

suficientes 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 artigo 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.



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

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 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 é altamente reprovável, sem qualquer fundamento ou respaldo na lei ou na norma.

38. Da mesma forma, parece-me que o fato das 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.



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

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, 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,

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.



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

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 dessa 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 presuma 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 dos 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 RJ 2016/5039, “a força desse contraindício [o hábito de negociação]



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

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 fortes suficientes para afastar uma acusação dessa natureza.

49. Assim, diante de todo o exposto, entendo configurada a infração ao artigo 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 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 artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

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.



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

IV. BREVES APONTAMENTOS SOBRE O PERÍODO DE *BLACKOUT*

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 6.404/1976 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 (artigo 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 artigo 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 certas 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 (quinze) 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



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

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 sua função quando elaboradas de forma crítica, adequadas às particularidades da companhia¹⁰ e as características dos seus negócios, e, principalmente, implementadas e monitoradas de forma cuidadosa¹¹.

55. Meu segundo ponto se refere ao regime do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002. 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 os dirigentes dos emissores de efetuar qualquer operação com os valores mobiliários do emitente no período de 30 (trinta) dias úteis antes do anúncio de um relatório financeiro

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.



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

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 artigo 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 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 artigo 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 6.385/1976, 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 artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o §1º do artigo 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 artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o §1º do artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002¹³.

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

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.



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

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor-Relator