



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 RJ2015/13561

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

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Com a devida vênia, peço licença para divergir das conclusões apresentadas pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez no que diz respeito às operações realizadas pelos Acusados fora do período estabelecido no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02¹.
2. Conforme muito bem ressaltado pelo Diretor Relator, a regularidade de tais operações não pode ser analisada à luz do referido dispositivo regulatório, uma vez que ele é expresso ao fixar o intervalo de tempo correspondente aos 15 (quinze) dias anteriores à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) como “período vedado”² à negociação.
3. A extensão, para fins punitivos, desse “período de vedação” para além do intervalo temporal fixado na norma regulatória violaria não apenas os princípios da reserva legal e da taxatividade mencionados no voto do Relator, como também agrediria a segurança jurídica³ e o princípio da confiança que devem nortear a atuação estatal.

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

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

³ A Lei nº 9.784/99, que trata do processo administrativo no âmbito federal, também faz expressa referência à segurança jurídica como um dos princípios que devem reger a atuação estatal, acrescentando



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

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

5. Fora do período previsto no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, não há que se falar em presunção de relevância das informações constantes de documentos prévios às demonstrações financeiras, de modo que caberia à acusação a comprovação do preenchimento de tal requisito.

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

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

ainda a boa-fé como um padrão de conduta estatal: “Art. 2ºA - A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência”. Parágrafo único (...): IV – atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé” (g.n.).

⁴ Art. 155.....

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

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



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 limites previstos na mesma lei - adverte Demolombe - sob certa forma seria criar outras presunções.”⁶

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

17. O período de quinze dias previsto na referida norma é tão somente uma presunção de que, nos dias que antecedem a divulgação ao mercado de determinadas informações, certas



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

peças, em virtude de suas funções na vida das companhias, teriam acesso informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.

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

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

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

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

17. Como já exposto, não é este o caso dos negócios realizados por Luiz Eduardo Haus nos dias 23/10/2013 e 28/10/2014 e por Ariovaldo Rocha Filho nos dias 27/10/2014 e 28/10/2014, com relação aos quais, por terem sido realizados fora do “período vedado”, seria imprescindível a demonstração da existência de fato relevante nos “**documentos prévios**” por eles recebidos.

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

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



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

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

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

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

¹¹ Ao aplicarmos o processo lógico da presunção aos elementos constantes deste caso, tem-se que como premissa maior: os dados contábeis indicados nas demonstrações financeiras disponibilizadas até 15 (quinze) dias antes da sua divulgação ao mercado são relevantes; e na premissa menor procura-se enquadrar o fato presuntivo na premissa maior: os dados contábeis apresentados nas prévias de resultado são similares àqueles constantes das demonstrações financeiras disponibilizadas ao mercado. Na conclusão, atribui-se, portanto, aos dados das prévias o que na premissa maior se atribui às demonstrações financeiras disponibilizadas ao longo do período de vedação: as informações financeiras constantes das prévias de resultados são relevantes. Nesse sentido, cumpre destacar o seguinte trecho da obra de Moacyr Amaral Santos: “*O fato conhecido se relaciona à regra geral – àquilo que frequentemente acontece – como causa ou efeito de outro fato. Tendo-se aquela e essa regra ou conceito geral, chegar-se-á ao fato desconhecido, causa ou efeito do primeiro. Assim, a presunção compreende um processo lógico, ou seja, um raciocínio pelo qual da existência de um fato reconhecido como certo se deduz a existência de um fato que se deseja provar. A estrutura desse raciocínio, como o das provas indiretas, é o silogismo. Pode-se retratar o esquema de uma presunção na fórmula de um silogismo: premissa maior – ‘Os maiores de vinte e um anos têm discernimento para a vida’; premissa menor: - ‘A tem vinte e um anos’; conclusão: - ‘A tem discernimento para a vida’” (Ibidem, p. 360)*



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

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

24. Reitere-se que a regra regulatória aditada pela CVM estipula um prazo de 15 dias dentro do qual se presumiria que as operações executadas por pessoas que ocupam certos cargos ou funções junto à companhia aberta (administradores, acionista controlador, membros do conselho fiscal ou comitês técnicos) teriam sido realizadas de posse de informação privilegiada, de modo que, tanto pelo aspecto da segurança jurídica, como em virtude da tutela da confiança que permeia os atos estatais, não me parece correto que se adote interpretação extensiva do período definido pela própria autarquia, para então, com base tão somente na presunção da relevância da informação e sem qualquer outro indício¹², condenar regulado **que negociou fora** do período vedado, ainda mais quando inexistente qualquer evidência, ou mesmo alegação, de que os relatórios recebidos pelos acusados tiveram tratamento contábil substancial e compatível com o padrão exigível de um ITR.

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



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

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

26. Desta forma, como **não** foi apresentada nenhuma evidência de que os relatórios (denominados de “prévias” pela Acusação) recebidos pelos acusados continham alguma informação relevante, e como as operações realizadas em 23/10/2013, 27/10/2014 e 28/10/2014 foram efetuadas fora do período vedado que abrange os 15 (quinze) dias anteriores à divulgação dos ITRs, já se poderia concluir, apenas por essas circunstâncias, pela improcedência da Acusação em relação a essas operações.

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

28. Isto porque, cotejando as denominadas “prévias” recebidas pelos acusados em 18/10/2013 e 24/10/2014 com o 3º ITR de 2013 e o 3º ITR de 2014 (consultados no sistema Empresas.Net¹⁴), percebe-se que os documentos são, na realidade, **relatórios**

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

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

¹⁴ Fls. 119-123 e fls. 197-199 dos autos e ITRs relativos aos períodos de 30/09/2013 e 30/09/2014 da Brasil Brokers Participações S.A., cujos endereços eletrônicos são: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=32811> e



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

mensais em relação aos quais não há evidências de tratamento contábil substancial, enquanto os ITRs são divulgados após a devida depuração e consolidação contábil, o que impede que se considere as informações recebidas anteriormente como sendo equivalentes às do ITR, tanto pelo prisma da depuração contábil como pela perspectiva do período temporal central de análise.

29. A título de exemplo, anote-se que o relatório mensal recebido em outubro de 2014 (fl. 188¹⁵) parece não conter diversas das informações que são próprias do ITR. Nesse sentido, cumpre observar que o referido relatório sequer possuía o item “receitas”, mas apenas a indicação do volume de vendas, cujo montante indicado, aliás, sequer se assemelha ao valor indicado como receita no 3º ITR de 2014 da Brasil Brokers¹⁶.

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

31. Ademais, como já adiantado na nota de rodapé nº 10, não há no **Termo de Acusação** qualquer alegação de que essas denominadas “prévias” e os ITRs conteriam informações equivalentes, tendo essa afirmação sido inaugurada no julgamento do caso, do que se conclui que não houve oportunidade processual para que os Acusados pudessem contraditar essa afirmação e, eventualmente, comprovar que as supostas “prévias” e os ITRs não teriam conteúdo equivalente, o que me parece engendrar questionamentos quanto à observância dos princípios da ampla defesa e do contraditório.

32. Por todas estas razões, voto pela **absolvição** de **Ariovaldo da Silva Rocha Filho** e **Luiz Eduardo Haus Sukienik** da acusação de violação ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, com relação aos negócios realizados fora do período de vedação estabelecido no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/firmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=42443>.

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

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

**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

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

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

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

34. No que diz respeito aos negócios efetuados por Ariovaldo Rocha Filho nos dias 29/10 e 05/11/2014 e por Luiz Eduardo Haus no dia 25/04/2013, já no período vedado à negociação, acompanho as conclusões do Diretor Gustavo Gonzalez, uma vez que os acusados não apresentaram elementos de prova para desconstituir a presunção prevista no art. 13, § 4º, da ICVM 358/02, que em relação a esses períodos é perfeitamente aplicável¹⁷.

35. Do exposto, considerando apenas as negociações realizadas por Luiz Eduardo Haus Sukienik no dia 25/04/2013 e por Ariovaldo da Silva Rocha Filho nos dias 29/10/2014 e 05/11/2014, voto:

- a) pela **condenação** de Ariovaldo da Silva Rocha Filho, à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, por infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o §4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a circunstância de terem sido realizadas apenas duas operações irregulares no valor total de

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



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

aproximadamente R\$ 40 mil, bem como que essas negociações estavam em sintonia com o padrão de operações usualmente realizadas pelo acusado; e

- b) Pela **condenação** de Luiz Eduardo Haus Sukienik, à penalidade de **advertência**, por infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o §4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a circunstância de que o acusado realizou apenas uma operação no primeiro dia do “período vedado”, bem como que essa negociação estava em sintonia com o padrão de operações usualmente realizadas pelo acusado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2018.

Gustavo Borba

Diretor