



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

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

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ2013/8609

Reg. Col. 8978/2014

**Acusado:** Fábio Feital de Carvalho

**Assunto:** Responsabilidade por eventual utilização indevida de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A., em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o disposto no §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.

**Diretor Relator:** Henrique Balduino Machado Moreira

### RELATÓRIO

#### I. DO OBJETO

1. Trata-se de Termo de Acusação (“Acusação”) elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), para apurar eventual utilização de informação privilegiada por Fábio Feital de Carvalho (“Fábio Feital” ou “Acusado”), analista de comercialização e logística na função de gerente da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”), na negociação de ações ordinárias de emissão da HRT Participações em Petróleo S/A (“HRT” ou “Companhia” ou “HRTP3”).

#### II. DOS FATOS E DA ACUSAÇÃO

2. Em 13.10.12, sábado, a coluna Radar da revista Veja publicou notícia de que a Petrobras anunciaria “*nos próximos dias uma parceria com a HRT, que explora gás no Alto Solimões, no Amazonas. A propósito, Graça Foster fará o anúncio oficial da joint-venture num evento em Manaus*” (fls.11/12). A notícia também foi divulgada por outras fontes<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [www.acritica.com.br](http://www.acritica.com.br), acessado em 15/out/2012: [http://acritica.uol.com.br/noticias/Manaus-Amazonia-Acompanhado-Edison-Lobao-fiscaliza-Amazonas\\_0\\_791920816.html](http://acritica.uol.com.br/noticias/Manaus-Amazonia-Acompanhado-Edison-Lobao-fiscaliza-Amazonas_0_791920816.html)



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

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

3. Em 15.10.12, segunda-feira, às 9h59min (antes de iniciar as negociação na BM&FBovespa), a HRT publicou comunicado ao mercado *informando* que: “*com relação às notícias veiculadas sobre o estudo de viabilidade técnica e econômica de monetização de gás natural na Bacia do Solimões, esclarece que vem conduzido tratativas com algumas empresas, entre elas a Petróleo Brasileiro S.A. Caso tais tratativas resultem na celebração de algum acordo, tal fato será devidamente divulgado ao mercado através dos meios previstos na legislação aplicável*” (fl. 15).
4. Com o início do pregão, a ação da HRT registrou valorização de 4,26%, sendo negociada a R\$4,65.
5. Às 13h43min, Fábio Feital adquiriu 4.700 ações ordinárias de emissão da HRT por R\$22.889,00 (R\$4,87 por ação).
6. Às 14h08min, vinte e cinco minutos depois da referida aquisição, a HRT publica Fato Relevante anunciando a assinatura de Protocolo de Intenções para monetização do gás da Bacia do Solimões com a Petrobras e a TNK-Brasil Exploração e Produção de Óleo e Gás Natural (“TNK-Brasil”) (fl. 18).
7. Às 14h10min, a BM&FBovespa suspendeu as negociações envolvendo as ações da HRT. Às 15h26min, as negociações foram retomadas, quando então as ações passaram a ser negociadas por R\$5,10 (valorização de 14,35% em relação ao preço de encerramento do pregão anterior).
8. Às 15h59min, a Petrobras divulgou comunicado ao mercado informando a assinatura do Protocolo de Intenções com a HRT e a TNK-Brasil (fls. 20).
9. No encerramento do pregão, a ação da HRT foi negociada por R\$5,32, com valorização de 19,28% em relação ao preço de fechamento do pregão anterior.
10. Em 16.10.2012, dia seguinte à divulgação do Fato Relevante, Fábio Feital vendeu as 4.700 ações da emissão da HRT por R\$24.675,00 (R\$5,25 por ação), obtendo vantagem econômica de R\$1.786,00 (7,8%) com a operação.
11. Após indagação da SMI2 sobre a cronologia dos eventos que levaram a firmar o Protocolo de Intenções com a HRT e as pessoas que tiveram acesso ao conteúdo desta negociação antes de divulgação ao mercado, a Petrobras afirmou que Fábio Feital foi uma das pessoas que tiveram ciência do assunto.
12. Com efeito, a SMI requereu cópia da ficha cadastral e das gravações de ordens emitidas por Fábio Feital da CGD Investimentos CVC S.A. (“CGD Investimentos”), instituição intermediária das negociações objeto da investigação. Em resposta<sup>3</sup>, a CGD Investimentos

<sup>2</sup> OFÍCIO/CVM/GMA-1/N.º128/2012.

<sup>3</sup> Solicitação de Cópia de Ficha Cadastral e Gravações de ordens (fl. 59).



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

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

encaminhou a ficha cadastral de Fábio Feital e informou que as operações foram realizadas por meio do sistema *Home Broker*, não havendo, assim, gravações de ordens (Fls. 60/72).

13. A SMI então questionou o investidor sobre as razões daquela negociação, tendo Fábio Feital alegado que apenas teria comprado as ações em razão de publicações sobre a parceria entre a Petrobras e a HRT em jornais de grande circulação, como “O Globo” e “Folha”, bem como pela forte valorização das ações da HRT naquele dia 15. Segundo afirmou, as ações teriam subido mais de 10%, *“indicando que o mercado já havia tomado conhecimento e avaliado de forma favorável a parceria entre HRT e Petrobras”* (fls. 81/82).

14. Já em relação à decisão de venda no dia seguinte, Fábio Feital respondeu que isso teria ocorrido devido à *“forte queda das ações registrada no início do pregão desse dia frente ao fechamento do dia 15/out/2012”*.

15. Adicionalmente, afirmou que não teria recebido *“nenhuma indicação de compra ou informação sobre a ação da HRT3 de nenhuma pessoa”*, nem teve *“acesso ao conteúdo do Fato Relevante relativo à assinatura de um protocolo de intenções entre a HRT, a Petrobras e a TNK-Brasil, divulgado em 15/10/2012, antes de sua divulgação”*.

16. No entender da SMI, as respostas de Fábio Feital são no sentido de que ele teria adquirido as ações em virtude da identificação de uma oportunidade de mercado, sem qualquer relação com o conhecimento prévio do conteúdo do Fato Relevante publicado pela HRT em 15.10.12.

17. Contudo, no entender da Acusação, tais esclarecimentos teriam divergido das informações prestadas pela Petrobras de que Fábio Feital teria tido acesso a informações sobre a assinatura do protocolo de intenções no dia 10, cinco dias antes da publicação do Fato Relevante.

18. Por tal razão, a SMI concluiu que Fábio Feital teria comprado 4.700 ações HRT3 por R\$22.889,00, às 13h43 do dia 15.10.2012, de posse de informação relevante ainda não divulgada, em violação ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o disposto no §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.

### III. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE (FLS. 84-86)

19. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada – PFE entendeu preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08. Em adição, requereu comunicação ao Ministério Público Federal no estado do Rio de Janeiro, em razão de indícios da prática de crime de ação penal pública, nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

### IV. DA DEFESA (FLS. 105-116)

20. A defesa argumenta que o cargo exercido por Fábio Feital na Petrobras – gerente de projeto de GNL (Gás Natural Liquefeito) – não permitiria o contato com qualquer informação



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

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

considerada confidencial ou privilegiada, vez que tal posição não propiciaria ao acusado conhecimento sobre as relações comerciais entre a HRT e a Petrobras.

21. Ressalta que o acusado não seria acionista controlador ou administrador das companhias envolvidas na parceria celebrada, sendo considerado apenas “[...] *como acionista especulador no mercado de valores mobiliários de pequena (sic) quantidades.*” Assim, eventual condenação dependeria de conjunto probatório construído pela CVM no decorrer das investigações, o que, no ver da defesa, não se encontraria nos autos. Nessa linha, a defesa destaca a necessidade de se provar a ligação entre o acusado e a real possibilidade de obtenção de informações privilegiadas.

22. Em adição, aduz que a Acusação não teria comprovado dois elementos necessários para a caracterização do *insider trading*: a consciência da ilicitude do ato e o desejo da vantagem indevida como resultado.

23. No entender da defesa, as operações investigadas representariam um ganho de apenas R\$1.786,00, de forma que “*se a informação não trouxe ao investidor a valorização desmedida que a lei visa coibir, não houve infração a ser punida.*” Por consequência, prossegue a defesa, o resultado das operações realizadas por Fábio Feital não teria gerado prejuízo para o mercado de valores mobiliários ou à poupança popular.

24. A defesa sustenta que às 13h43min do dia 15.10.12, momento em que Fábio adquiriu as ações HRTP3, a parceria da HRT com a Petrobrás já seria de conhecimento público. Para comprovar tal alegação, são mencionadas diversas matérias publicadas em jornais e sites de notícias antes de tal horário (fls. 120-126), bem como o Comunicado ao Mercado divulgado pela HRT às 9h59min daquele dia.

25. Assim, não seria possível falar em negociação baseada em informação confidencial ou privilegiada, pois, no momento da realização da transação pelo Acusado, a parceria já teria sido amplamente divulgada pelos meios de comunicação. Por esse motivo, a defesa argumenta que, independentemente de seu acesso a informações sobre a parceria antes do dia 15.10.12, não seria possível condená-lo.

26. Além disso, a defesa alega que não teria havido nenhuma comunicação formal a Fábio Feital acerca da parceria firmada entre a HRT e a Petrobrás. Por isso, a eventual informação detida pelo Acusado não seria concreta o suficiente para considerá-la privilegiada.

27. Argumenta, por fim, que na hipótese de o Acusado ser considerado um insider, seria ele caracterizado como um *insider* secundário. Dessa forma, não deveria ser aplicada a presunção de culpabilidade, cabendo à CVM provar que Fábio tinha ciência da informação privilegiada ao negociar as ações emitidas pela HRT.



**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

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

**V. DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO**

28. O acusado apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso (fls. 318/320) comprometendo-se a pagar R\$ 23.218,00 para encerrar o presente processo, contudo, referido compromisso foi rejeitado pelo Colegiado da CVM na reunião de 02.12.14, em razão de o valor ofertado pelo acusado não representar obrigação suficiente para desestimular a prática de condutas assemelhadas (fls.328 e 329).

**VI. DO PEDIDO DE NOVA DILIGÊNCIA**

29. Em despacho à SMI (fl. 282), a Diretora Luciana Dias requereu a tomada de novas diligências com o fim de apurar:

- i. Quais informações seriam detidas por Fábio Feital de Feital previamente à divulgação do Fato Relevante em 15.10.12;
- ii. Detalhar a participação do acusado nos estudos, negociações e projetos que culminaram com a assinatura do Protocolo de Intenções;
- iii. Se o acusado teria tido conhecimento de que a Petrobras realizaria um Comunicado ao Mercado, no dia 15.10.12, relativo ao Protocolo de Intenções celebrado com a HRT;
- iv. Se Fábio Feital teria tido acesso a algum comunicado interno da Petrobras, restringindo operações com ações das companhias envolvidas no Protocolo de Intenções, previamente ao Comunicado ao Mercado.

30. Em resposta à solicitação de esclarecimentos (fls. 287/288), a Petrobras esclareceu que o Fábio Feital exercia, à época da assinatura do Protocolo de Intenções, a função de Gerente Técnico do Projeto GNL (Gás Natural Liquefeito), embarcado para a Bacia de Santos, na Diretoria de Gás e Energia.

31. Em 10.10.12, ele teria recebido orientações verbais do seu gerente à época, Sr. L.E.V.M., para se preparar para avaliar os modais de escoamento da produção de gás natural, na região do campo do Juruá, abrangendo concessões da Petrobrás e da HRT, localizadas na Bacia Solimões, em potencial projeto a ser desenvolvido entre as companhias. Ademais, teria sido orientado a dar tratamento sigiloso de praxe ao assunto até a sua divulgação formal pela Petrobrás.

32. De acordo com a Petrobras, Fábio Feital teria ainda recebido em 10.10.12 minuta inicial de um Memorando de Entendimentos encaminhado pela HRT para análise da Petrobrás manifestando a intenção de executar estudo conjunto, a fim de analisar a viabilidade de se programar um projeto para monetização de gás natural na Bacia Solimões, bem como avaliar 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

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

possível compartilhamento de infraestrutura para otimização de recursos, redução de custos operacionais e diminuição de impactos ambientais.

33. Prossegue a Petrobras afirmando que esta primeira minuta não teria informações dos estudos que seriam realizados, os quais só teriam sido previstos no termo aditivo nº1, assinado em 14.12.12, por meio do qual teria havido a inclusão do Plano de Trabalho, sendo que Fabio Feital teria dado apoio aos estudos de produção de logística de GNL para escoamento do gás das áreas de concessão da Petrobrás e da HRT na Bacia do Solimões. Aduz também que, em 15.10.12, não teriam sido encontrados registros de que o funcionário tivesse tido acesso do de que a Petrobrás efetuará um Comunicado ao Mercado relativo à assinatura do Protocolo de Intenções.

34. A Petrobras conclui seus esclarecimentos atestando que não teria efetuado comunicado interno restringindo operações com ações das companhias envolvidas no Protocolo de Intenções previamente ao Comunicado ao Mercado de 15.10.12.

## **VII. DA MANIFESTAÇÃO DE FABIO FEITAL (FLS. 306/309)**

35. Segundo a defesa, o esclarecimento prestado pela Petrobras apenas teria corroborado o entendimento de que Fabio Feital não teria participado de qualquer negociação que pudesse ter lhe dado acesso a informações privilegiadas. Frisa que a resposta fortalece o entendimento de que o Acusado teria exercido na Petrobras uma função técnica, sem relação com operações comerciais, de sorte que não se poderia enquadrar a conduta de Fabio Feital como uso de informação privilegiada.

36. No que se refere à afirmação da Petrobras de que Fabio Feital teria recebido uma minuta do memorando, a defesa alega que tal afirmação não teria sido comprovada, sendo certo que “*a minuta inicial de memorando de entendimentos não continha informações dos estudos que seriam realizados*”.

37. Deste modo, ainda que se considere a hipótese de que Fabio Feital tivesse recebido a minuta inicial, a Petrobras não apontou que a informação que o referido funcionário teria recebido não era pública no momento da aquisição das ações da HRT.

38. Lembra que a compra de ações realizada por Fabio Feital teria se dado quando a notícia sobre o Protocolo de Intenções já era notória, bem como após valorização de mais de 9% das ações da HRT naquele dia, a denotar que tal aquisição não teria sido motivada por informação privilegiada.

39. Para a defesa, a ausência de vedação de negociação de ações por parte da Petrobras para os funcionários revelaria a patente ausência de dolo de Fabio Carvalho, que não teria se utilizado de informação privilegiada nem teria violado nenhuma norma ou instrução dada por seu empregador.



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

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

40. Em 12.01.15, Fabio Feital apresentou nova petição em que requer seja intimada a HRT para apresentar cópia do Protocolo de Intenções. Em adição, argumentou que a CVM teria fundado sua convicção unicamente em documento fornecido pela Petrobras que trazia informações vagas (fls. 33/38), sem revelar, por exemplo, o grau de participação do acusado no evento de que trata o Fato Relevante. (fls. 331/336).

41. Quanto aos esclarecimentos prestados pela Petrobras (fls. 287/288), a defesa alega a existência de um paradoxo entre os esclarecimentos prestados pela Petrobras e o conteúdo do termo de acusação, na medida em que não existiriam informações sobre a participação e a ciência do conteúdo do Fato Relevante, nem a indicação de quem participou efetivamente da elaboração da minuta do Protocolo de Intenções.

42. Requereu a juntada de novos documentos relativos à divulgação prévia na imprensa do Fato Relevante (fls. 346/369), o que, no entender da defesa, teria demonstrado a notória publicidade do Protocolo de Intenções antes do pregão de 15.10.12.

43. Em 30.09.15, o acusado peticionou requerendo a juntada do Relatório Policial Federal do Rio de Janeiro (fls. 378/383), em que teria sido consignada a inexistência de conduta antijurídica pelo acusado.

### VIII. DO JULGAMENTO DO PROCESSO

44. Em 16.12.16, o presente processo foi levado a julgamento pelo Colegiado da CVM, tendo o Relator preferido voto pela condenação de Fabio Feital nos seguintes termos (fls. 410/420):

*50. Diante do robusto conjunto probatório constante dos autos, restou evidenciado que Fábio Feital negociou ações da HRT com base em informações privilegiadas, obtidas em razão de sua profissão e cargo na Petrobras. A sua estratégia, comprar pouco antes da divulgação do Fato Relevante e vender em seguida à sua divulgação, demonstra claramente que ele visou inequivocamente a auferir vantagem patrimonial, comportamento típico de um investidor que busca retorno rápido, uma das notórias características de quem age como insider trading.*

*51. Em face de todo o exposto, e considerando, de um lado, a gravidade da infração, e, de outro, a primariedade do Acusado, e com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação de Fábio Feital de Feital à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.*

45. Os Diretores Roberto Tadeu e Pablo Renteria acompanharam as razões apresentadas pelo Relator para a condenação, tendo, na sequência, o Diretor Gustavo Borba pedido vista do processo, o que suspendeu a sessão de julgamento.

46. Em 22.12.16, o Diretor Gustavo Borba solicitou informações sobre as negociações envolvendo ações realizadas por Fabio Feital (fl. 425). Em 23.12.16, o acusado encaminhou 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

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

extrato de suas negociações e a descrição de suas atribuições como gerente da Petrobras (fls. 427/511).

47. Em 03.01.17, a BM&FBovespa encaminhou arquivo com informações das negociações realizadas por Fabio Feital (fls. 516/519), tendo o Diretor Gustavo Borba concedido prazo para o acusado manifestar-se sobre tais documentos. Em sua manifestação, o Fabio Feital argumentou que as informações sobre suas operações em bolsa teriam demonstrado sua preferência por operações de curto prazo, assim como se deu com a negociação de ações da HRT, bem como esta operação estaria abaixo de valor médio de suas negociações, a demonstrar se tratar de negociação aderente ao perfil de Fabio Carvalho, corroborando seus argumentos de defesa de não ter feito uso de informação privilegiada (fls. 531/614).

48. Em 26.01.17, o Diretor Gustavo Borba solicitou à SMI o envio de ofício à Petrobrás requerendo informações relativas (i) ao possível acesso de Fabio Feital à “*minuta do protocolo de intenções celebrado entre a Petrobrás e a HRT O&G Exploração e Produção de Petróleo Ltda.*”; e (ii) se ele teria obtido “*informação prévia e adicional de que a assinatura do referido protocolo de intenções ocorreria no dia 15/10/2012*” (fl. 523).

49. Em resposta, a Petrobrás esclareceu que: (i) “*em 10/10;/2012, o empregado Fábio Feital de Feital recebeu orientações verbais para se preparar para avaliar os modais de escoamento de gás natural na forma de GNL na Bacia de Solimões. Nesta mesma data, recebeu também documento contendo os aspectos técnicos associados à minuta de Memorando de Entendimentos encaminhada pela HRT O&G Exploração e Produção de Petróleo Ltda. (HRT). Essa minuta de Memorando de Entendimentos posteriormente evoluiu para o Protocolo de Intenções, (...), sendo que o empregado não participou da negociação de tal documento*”; e (ii) não teria localizado registros de que o empregado tivesse tido conhecimento de que a assinatura do Protocolo de Intenções ocorreria no dia 15.10.17 (fls. 625/626).

50. Em 15.02.17, Fabio Feital apresentou proposta de termo de compromisso para encerrar o processo propondo não negociar ações nos próximos cinco anos, bem como pagar R\$120.000,00 à CVM (fl. 615).

51. Em 09.05.17, a sessão de julgamento foi reaberta, tendo o Colegiado decidido, preliminarmente, rejeitar a proposta de termo de compromisso. Ato contínuo, o Diretor Gustavo Borba e o Presidente Leonardo Pereira votaram pela absolvição do acusado, tendo o Diretor Relator e o Diretor Pablo Renteria mantido seus votos pela condenação.

52. Em seguida, o Presidente Leonardo Pereira anunciou o resultado do julgamento, que, por maioria dos votos (três votos pela condenação e dois votos pela absolvição), condenou Fabio Feital ao pagamento de multa de R\$100.000,00 por ter feito uso de informação privilegiada (fls. 629).



**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

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

**IX. DO PEDIDO DE ADIAMENTO DA SESSÃO DE JULGAMENTO**

53. Em 30.08.17, Fabio Feital requereu a anulação da decisão proferida pelo Colegiado alegando que não teriam sido observados os princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa pelas razões a seguir transcritas (fls. 665/703):

- 1. após o pedido de vista feito pelo Diretor Gustavo Borba, foram acostadas novas provas aos autos sendo que (i) o Sr. Fábio Feital não foi intimado a se manifestar sobre todas elas; e (ii) nem todos os Diretores presentes na Sessão de 16.12.2016, notadamente o Diretor Roberto Tadeu, cujo mandato encerrou-se em 31.12.2016, apreciaram as referidas provas.*
- 2. (o) direito à prova íntegra a dimensão substancial dos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa e consiste, por si só, em direito fundamental dos acusados em processos judiciais ou administrativos. Referido direito decompõe-se em alguns aspectos principais, a saber: (i) o direito de produzir provas; (ii) o direito de manifestar-se sobre as provas produzidas; e (iii) o direito ao exame pelo órgão julgador, da prova produzida.*
- 3. Registre-se: mesmo que os Diretores Henrique Machado, Roberto Tadeu e Pablo Renteria concluíssem, ao final, pela manutenção dos fundamentos dos seus respectivos votos, proferidos na Sessão de Julgamento iniciada em 16.12.2016, era imprescindível que eles tivessem analisado os novos documentos anexados aos autos e que se manifestassem sobre eles na continuação da Sessão, em 09.05.2017. Esse era um direito do Sr. Fabio Feital, inclusive para fins de interposição de suas razões recursais.*
- 4. Ainda que se alegasse que, a despeito da juntada de provas novas aos autos, o silêncio dos Diretores na continuação da Sessão de Julgamento importaria em confirmação dos votos proferidos anteriormente – o que se cogita apenas a título de argumentação -, estar-se-ia diante de uma situação ainda mais grave, uma vez que, em 09.05.2017, a composição do Colegiado já não era mais a mesma. Como mencionado, nessa data, o mandato do Diretor Roberto Tadeu já havia se encerrado, e ele ainda não havia sido substituído por um novo Diretor, o que passou despercebido por todos os presentes.*
- 5. Não se pode aceitar que apenas alguns Diretores tenham examinado tais provas, sob pena de violação aos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa.*

**X. DO PARECER DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA**

54. Instada a se manifestar sobre o pedido de anulação, a PFE elaborou o Parecer nº182/2017/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, de 16.11.17, em que analisa diversos aspectos relacionados ao pedido de anulação, em especial a competência desta CVM para rever seus próprios atos e a competência do Relator para a condução do processo no âmbito do Colegiado, inclusive a apreciação do presente pedido (fls. 713/718).



**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

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

**XI. DA DECISÃO DO ADIAMENTO DA SESSÃO DE JULGAMENTO**

55. Em 16.01.18, deferi o pedido de anulação apresentado por Fabio Carvalho, uma vez que nem todos os Diretores teriam apreciado as novas provas produzidas. Em resumo, consignei que “*era imprescindível que eles tivessem analisado os novos documentos e se manifestado expressamente sobre a manutenção, ou não, de seus votos à luz do novo conjunto probatório*”, razão por que considerei que o julgamento do PAS RJ2013/8609 padeceu de vício insanável (fls. 719/733).

56. Por tal razão, votei pela anulação da decisão proferida no âmbito do presente processo, com a submissão do processo a novo julgamento, e pela intimação do acusado para se manifestar sobre as novas provas produzidas, tendo o Colegiado, por unanimidade, acompanhado o voto (fls. 734 a 736).

**XII. DA MANIFESTAÇÃO DO ACUSADOS SOBRE AS NOVAS PROVAS PRODUZIDAS**

57. Em 02.03.18, Fabio Feital argumentou que a nova manifestação da Petrobras demonstrou que ele não teria tido acesso a qualquer informação estratégica ou negocial da Companhia, mas sim a um documento preliminar com aspectos meramente técnicos, sobre um possível projeto a ser desenvolvido com a HRT (fls. 743 a 753).

58. Afirma que as informações limitadas e de caráter puramente técnicos acessados pelo acusado não lhe permitiria ter certeza acerca da concretização da parceria entre HRT e a Petrobras, muito menos quando ela ocorreria, não podendo se falar na existência de assimetria informacional.

59. Deste modo, a nova manifestação da Petrobras teria demonstrado, segundo a defesa, que Fabio Feital não teria tido acesso a nenhuma informação privilegiada.

60. No que se refere às novas informações acerca das negociações com ações realizadas por Fabio Carvalho, a defesa sustenta que os novos documentos acostados teriam demonstrado que ele habitualmente efetuava operações de *day trade* ou de curto prazo com volume médio de R\$17 mil, em setores diversificados da economia, mantendo as ações em carteira por no máximo um dia.

61. Deste modo, para a defesa, o negócio realizado por Fabio Feital com ações da HRT teria sido perfeitamente condizente com o seu padrão de negociação, tanto no que se refere ao prazo, quanto ao valor de investimento. Assim, referida aquisição não teria relação com as informações técnicas recebidas em 10.10.12, mas motivada pelo surgimento de uma oportunidade de mercado, decorrente da divulgação de notícias sobre a parceria da HRT com a Petrobras e do



**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

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

comunicado ao mercado feito pelo HRT na manhã do dia 15.10.12, bem como da valorização de mais dez por cento das ações no dia 15.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR



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

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

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ2013/8609**

Reg. Col. 8978/2014

**Acusado:** Fábio Feital de Carvalho

**Assunto:** Responsabilidade por eventual utilização indevida de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A., em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o disposto no §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.

**Diretor Relator:** Henrique Balduino Machado Moreira

**VOTO**

**I. DO OBJETO**

62. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) em face de Fábio Feital de Carvalho (“Fábio Carvalho” ou “Acusado”) para apurar eventual responsabilidade por uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da HRT Participações em Petróleo S/A (“HRT” ou “Companhia”), em infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o disposto no § 1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

**II. DO MÉRITO**

63. Conforme consta do relatório, a SMI concluiu que o gerente da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”) Fábio Carvalho adquiriu 4.700 ações ordinárias de emissão da HRT por R\$22.889,00 com o conhecimento antecipado das tratativas que levaram a assinatura do Protocolo de Intenções (“Protocolo de Intenções”) para monetização de gás na bacia do Solimões pela Petrobras, HRT e TNK-Brasil Exploração e Produção de Óleo e Gás Natural (“TNK-Brasil”).



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

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

64. O mercado somente tomou conhecimento da assinatura do Protocolo de Intenções vinte e cinco minutos depois da aquisição de ações realizada por Fábio Carvalho, quando a HRT publicou aviso de Fato Relevante informando a assinatura do acordo.

65. Como a Petrobras informou que Fábio Carvalho foi uma das pessoas que tiveram ciência prévia do assunto, a SMI concluiu que ele estava na posse de informação privilegiada quando adquiriu ações da HRT.

66. Em sua defesa, Fábio Carvalho argumenta que o cargo exercido na Petrobras não lhe propiciaria ter conhecimento sobre as relações comerciais havidas entre a HRT e a Petrobras. Acrescenta que, no momento da aquisição, a parceria entre as companhias seria pública, pois teria sido noticiada pela imprensa. Aduz, em complemento, que a negociação estaria de acordo com o seu perfil de investimento.

67. Em que pesem os argumentos apresentados por Fábio Carvalho, eles não são capazes de infirmar a tese acusatória.

68. A proibição ao uso indevido de informação privilegiada imputada ao Acusado está prevista no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e regulamentada no art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, a seguir transcritos:

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.

Art. 13, §1º. A mesma vedação [de negociar com valores mobiliários] 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.

69. Da leitura dos referidos dispositivos percebe-se que o ilícito de insider trading contém quatro elementos<sup>4</sup>: (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) o acesso privilegiado a ela; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários, e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros.

70. Quanto ao primeiro requisito, restou incontroversa a relevância para a HRT da assinatura do Protocolo de Intenções.

---

<sup>4</sup> Neste mesmo sentido, ver o artigo de Marcelo Trindade “Vedações à Negociação de Valores Mobiliários”, publicado no livro “*Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*”, organizado pelo prof. Dr. Marcelo Vieira von Adamek e publicado pela Editora Malheiros, 2011, São Paulo, pg. 453 e segs.



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

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

71. Nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>5</sup>, é relevante todo fato relacionado à companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão racional dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários emitidos por esta companhia.

72. Como a decisão de publicar a informação relevante ocorre, na maioria dos casos, antes que ela seja de conhecimento público, cabe ao administrador realizar uma avaliação prévia do potencial impacto do fato no comportamento dos investidores<sup>6</sup>.

73. Ao realizarem tal avaliação, os administradores da HRT julgaram relevante a assinatura de parceria com a Petrobras, tendo divulgado o acordo na forma de aviso de Fato Relevante tão logo foi assinado o Protocolo de Intenções. Neste particular, cabe destacar que os administradores fizeram a divulgação durante o horário de negociação das ações<sup>7</sup>, a revelar que eles consideraram indispensável a pronta disseminação daquela informação ainda durante o pregão, suspendendo as negociações na BM&FBovespa, na forma do §2º do art. 5º da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>8</sup>.

74. E a correta compreensão a respeito da relevância da informação foi ratificada pela influência que ela causou no comportamento dos investidores, pois o volume e o preço das ações de emissão da HRT sofreram aumentos significativos após a publicação do aviso de Fato

---

<sup>5</sup> Art. 2º 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.

<sup>6</sup> Neste sentido, o Diretor Pedro Marcilio declarou no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, de 17.01.07, que “[d]ado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a ‘potência’ de impacto e não sobre o real impacto”.

<sup>7</sup> Em resposta a questionamento da CVM, a administração da HRT revelou sua preocupação com o fato de a assinatura do Protocolo de Intenções ocorrer em horário de funcionamento do pregão, tanto que entrou em canto prévio com a BM&FBovespa para acertar o melhor procedimento para realizar a divulgação (fls. 27).

<sup>8</sup> Art. 5º da Instrução CVM nº 358, de 2002 - A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação. §1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro. §2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá, ao comunicar o ato ou fato relevante, solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação 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

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

Relevante, demonstrando que o conhecimento da assinatura do Protocolo de Intenções influenciou, de modo ponderável, o comportamento dos investidores da Companhia.

75. No mais, soa evidente que um investidor que tomasse conhecimento de que a HRT estava firmando uma parceria com a maior empresa de óleo e gás do Brasil para monetização de gás, previamente a sua divulgação, estaria de posse de uma informação privilegiada, pois saberia antes de todos os outros investidores de uma nova e importante perspectiva sobre futuros negócios da Companhia, com grande probabilidade de valorização de suas ações a partir da divulgação de tais informações ao mercado.

76. Preenchido o primeiro elemento do ilícito de *insider trading*, consistente na existência de uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado, cabe afastar, desde logo, o argumento de que a profissão exercida por Fabio Carvalho não lhe propiciaria contato com informações confidenciais, pois há provas de que, mesmo não sendo administrador, o Acusado acessou informações privilegiadas sobre o acordo de parceria antes da comunicação oficial.

77. De acordo com informações prestadas pelas companhias, em 09.10.12 a HRT apresentou à Petrobras uma visão dos resultados dos poços exploratórios perfurados por ela na bacia do Solimões, aduzindo informações relacionadas à vazão potencial dos poços e aos estudos sobre a monetização dos volumes. Em seguida, a HRT propôs o compartilhamento das informações de superfície de ambas as companhias, com intuito de buscar viabilidade econômica para as descobertas naquela região (fls. 24/27, 33/38, 287/288, 625/626).

78. Em 10.10.12, ocorreu o último contato antes da assinatura do Protocolo de Intenções, quando já se discutia a elaboração de uma minuta de memorando para permitir estudos conjuntos de viabilidade para monetização de gás na bacia do Solimões. Em 11.10.12, representantes da Petrobras e da HRT acertaram os termos da versão final do Protocolo de Intenções e assinaram o documento, bem como manifestaram a intenção de divulgar a parceria no dia 15.10.12. No dia 15, em solenidade na sede do governo do Estado do Amazonas, as demais assinaturas foram colhidas e teve início a vigência do Protocolo de Intenções.

79. No que se refere à participação de Fábio Carvalho, a Petrobras declarou que o funcionário teve acesso a informações relacionadas ao assunto em 10.10.12, quando recebeu orientação verbal de seu gerente para avaliar os modais de escoamento da produção de gás natural localizadas na bacia dos Solimões, os quais abrangiam as concessões da Petrobras e da HRT. Também foi orientado por seu superior hierárquico a manter sigilo sobre as informações recebidas até a sua divulgação oficial pela Petrobras. Neste mesmo dia, Fábio Carvalho recebeu minuta inicial do memorando de entendimentos encaminhada pela HRT.

80. Extrai-se dos fatos narrados que, ainda que não estivesse na linha de frente da negociação dos termos do Protocolo de Intenções, Fabio Carvalho foi envolvido no projeto, tendo a partir do dia 10 acessado diretamente informações sobre a parceria que seria desenvolvida, a demonstrar inequívoco conhecimento de informações privilegiadas.



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

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

81. Diante das provas documentais sobre o seu envolvimento no projeto, o Acusado alegou que teria tido acesso apenas a documento preliminar com aspectos meramente técnicos, o que não lhe teria permitido saber quando a parceria seria concretizada. Neste sentido, aduz que a própria Petrobras teria declarado inexistir registro de que ele soubesse que o Protocolo de Intenções seria assinado no dia 15.

82. Em que pese o esforço da defesa em buscar afastar a responsabilidade do Acusado, tal argumento carece de verossimilhança.

83. Como declarado pela Petrobras, Fabio Carvalho foi inserido no projeto no dia 10, momento a partir do qual passou a acessar informações sigilosas relacionadas ao acordo de parceria que seria firmado entre a Petrobras e a HRT, sendo certo que desde o dia 11 já circulava entre as companhias a versão final do Protocolo de Intenções, com a indicação de que o acordo seria divulgado no dia 15. Assim, no dia seguinte ao envolvimento de Fabio Carvalho no assunto, as companhias já tinham a intenção de formalizar o acordo no dia 15.

84. Diante de tal quadro, tem-se comprovado que Fabio Carvalho estava diretamente envolvido nas discussões, recebendo informações relevantes a respeito do assunto, caso contrário não lhe teria sido imposto sigilo, abstenção, aliás, que não foi por ele contestada neste processo. Nas circunstâncias em que transcorreram os fatos dentro da Petrobras, com a notícia de que o Protocolo de Intenções seria divulgado no dia 15 circulando nas companhias desde o dia 11, é muito provável que o Acusado, além das informações técnicas contidas na minuta inicial do memorando de entendimentos, tenha sabido de tal circunstância.

85. Afinal, o acesso de Fabio Carvalho a informações relevantes ainda não divulgadas não se deu por intermédio de outras pessoas, amigos ou familiares, quando então é possível presumir o caminho percorrido pela informação privilegiada até o *insider*, mas ele próprio teve acesso a informações sigilosas sobre a parceria que seria formada pela Petrobras com a HRT. Diante disso, Fabio Carvalho deveria não somente ter guardado sigilo sobre as informações recebidas, como também deveria ter evitado utilizá-las em negociação no mercado de valores mobiliários.

86. Trata-se, como se sabe, de dever estabelecido pela Lei das S/A e regulamentado na Instrução CVM nº358/02, preceito de conduta que torna proibida a negociação com valores mobiliários por quem quer que tenha conhecimento de informação relativa a fato relevante, antes de sua divulgação. Tal vedação decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários que informa o regime de divulgação das companhias abertas, o qual tem por finalidade equalizar o acesso como instrumento de proteção do público investidor<sup>9</sup>.

87. Portanto, ao contrário do alegado por Fábio Carvalho, foi justamente a função técnica exercida na Petrobras que lhe permitiu acessar informações acerca do acordo de parceria entre a

<sup>9</sup> Ver julgamento do PAS 17/02, julgado em 25/10/05.



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

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

Petrobras e a HRT, e, mesmo ciente do sigilo daquelas informações, o Acusado adquiriu ações da HRT antes da divulgação oficial, em flagrante violação à legislação do mercado de capitais.

88. Melhor sorte não merece o argumento de que a informação sobre a assinatura do Protocolo de Intenções já teria vazado para o público investidor, de sorte que o caráter sigiloso da informação não mais existiria no momento da negociação.

89. De fato, já havia notícias circulando na imprensa sobre a parceria. Neste sentido, cabe destacar que no dia 13.10.12 (sábado) foi publicada pela coluna Radar da revista Veja que a Petrobras anunciaria “*nos próximos dias uma parceria com a HRT, que explora gás no Alto Solimões, no Amazonas*” (fls. 11 e 12). No dia 15, antes da abertura do pregão, a HRT divulgou Comunicado ao Mercado confirmando a existência de tratativas com a Petrobras sobre o assunto, e, cerca de duas horas depois, diversos meios de comunicação publicaram que seria assinado um memorando de entendimentos entre a Petrobras, HRT e a TNK-Brasil (fls. 15 e 122).

90. Contudo, não se pode deixar de registrar que, como acontece com certa frequência, sites e *blogs* especializados na cobertura de notícias corporativas buscam antecipar a divulgação de informações das companhias, sem que tal divulgação, por mais idôneo que seja o veículo de informação, deixe de ser ainda um mero rumor, o que somente deixará de sê-lo quando da divulgação pela companhia de comunicado ao mercado ou fato relevante.

91. Isto porque é possível que a assimetria informacional existente entre os *insiders* e o restante do mercado não seja atenuada com a divulgação pela imprensa de informações mais detalhadas sobre determinado fato societário, pois os primeiros têm certeza daquilo que sabem e os demais investidores ainda estão diante de especulações e incertezas que somente se dissipam com a divulgação oficial.

92. Aliás, não são incomuns os casos em que acordos, transações e operações societárias envolvendo companhias deixaram de ser realizadas mesmo diante de estágio avançado de negociação e de sua correspondente repercussão pela mídia especializada.

93. Assim, o vazamento de informações não necessariamente significa que a informação relevante deixou de ser sigilosa. O juízo de valor acerca da qualidade da informação e, conseqüentemente, da existência ou não da vedação de sua utilização em negociações de mercado, somente pode ser feito diante das circunstâncias do caso concreto<sup>10</sup>.

94. No presente caso, embora notícias sobre a consumação da parceria entre a Petrobras e a HRT já tivessem sido veiculadas antes da negociação levada a efeito por Fabio Carvalho, a revelar a existência de certo grau de conhecimento do assunto pelo mercado, não se pode comparar o nível de informação de que dispõe o investidor que lê notícias divulgadas na imprensa com o nível de informação detido pelo Acusado, que, repita-se, estava diretamente inserido no processo que culminou com a assinatura do Protocolo de Intenções.

<sup>10</sup> Ver PAS SP 2013/12, julgado pela Diretora Luciana Dias em 18.08.2015.



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

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

95. Fábio Carvalho não só foi avisado com antecedência de eventual programa a ser desenvolvido em parceria pela Petrobras e HRT para a monetização de gás natural, como recebeu em 10.10.2012 informações técnicas sobre os estudos de produção e logística para escoamento do gás das áreas atribuídas à HRT na bacia do Solimões. O público, por outro lado, desconhecia quaisquer informações que ultrapassassem o conteúdo das notícias publicadas.

96. Além disso, verifica-se que, apesar de o mercado já dispor do conteúdo do Comunicado ao Mercado divulgado pela HRT e das informações veiculadas pela imprensa antecipando a assinatura do Protocolo de Intenções, no momento da compra feita por Fábio Carvalho o preço da ação da HRT havia se valorizado apenas 4,73% quando comparado com o preço de fechamento do pregão anterior, ao passo que, após a confirmação da informação com a divulgação do Fato Relevante, o preço da ação valorizou-se mais de 9% em relação ao preço de aquisição do Acusado, a demonstrar que a informação sobre a assinatura do Protocolo de Intenção ainda não havia sido integralmente absorvida pelos investidores e, conseqüentemente, refletida na cotação das ações da HRT.

97. O que se depreende destes fatos é que a divulgação prévia da parceria não havia sido suficiente para que o mercado absorvesse seus efeitos, o que somente ocorreu após a divulgação oficial pela HRT, tornando o assunto de domínio público. Em outros termos, antes da completa disseminação e absorção pelo mercado da informação relevante, o que se deu após a divulgação oficial no presente caso, a informação é considerada privilegiada e passível de utilização indevida pelos *insiders*.

98. Assim, resta evidenciado que o Acusado aproveitou-se da assimetria informacional existente entre o momento da divulgação pela imprensa da assinatura do Protocolo de Intenções e sua divulgação oficial, adquirindo ações quando o mercado ainda não tinha absorvido as conseqüências positivas decorrentes daquela parceria para a HRT.

99. E a necessidade de se respeitar a ampla disseminação da informação relevante como forma de coibir efetivamente a prática do *insider trading* foi objeto de recente julgamento pelo Colegiado<sup>11</sup>, oportunidade em que o Diretor-Relator Gustavo Gonzalez abordou com precisão a questão, conforme a seguir transcreve-se:

Ademais, vale dizer que esse posicionamento [abordagem mais fiel ao espírito da lei privilegiando a ampla disseminação da informação relevante] está em linha com a experiência de outras jurisdições. 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>12</sup>. Essa análise tem que ser feita em cada

<sup>11</sup> PAS CVM RJ 2014-0577, julgado em 11.11.17.

<sup>12</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



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

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

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>13</sup>.

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.

100. Cabe ainda enfrentar o argumento que o negócio realizado por Fabio Carvalho teria sido perfeitamente condizente com o seu padrão de negociação, pois ele costumava efetuar operações de curto prazo e com volume médio de R\$17 mil. Deste modo, a defesa argumenta que a aquisição de ações não teria tido relação com as informações recebidas pelo Acusado, mas do surgimento de uma oportunidade de mercado decorrente da divulgação de notícias pela imprensa, do comunicado ao mercado divulgado e da valorização das ações no dia 15.

101. Embora jamais tenha feito operações com ações da HRT, é necessário reconhecer que a negociação realizada por Fabio Carvalho não destoou totalmente de seu padrão de negociação.

102. Entretanto, há no presente caso uma acusação amparada por um robusto conjunto probatório de que a negociação foi realizada por uma pessoa de posse da informação privilegiada, de sorte que não se pode desviar o olhar dos demais elementos de prova constantes dos autos. Caso contrário, bastaria ao *insider* negociar dentro de certos limites para eximir-se de responsabilidade por uso de informação privilegiada. O fato de um *insider* negociar ações com assiduidade não pode representar um salvo conduto para a realização de negociações vedadas pela lei.

---

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>13</sup> Exemplo. SEC v. Texas Gulf Sulphur envolveu discussões sobre compras feitas quando a informação já havia sido divulgada em alguns jornais canadenses e mesmo chegado a certos corretores nos Estados Unidos. Para mais 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.



#### 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

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

103. O histórico de negociação é importante meio de prova para avaliar a intenção do investidor em casos semelhantes quando ele indica, por si só, que a transação sob exame seria altamente esperada ou parte de uma estratégia de investimento previamente elaborada, o que poderia colocar em dúvida o elemento intencional da conduta consistente na utilização da informação privilegiada como fundamento da negociação.

104. No caso concreto, o histórico de negociação de Fabio Carvalho não tem essa força, pois ele jamais havia feito transações com valores mobiliários emitidos pela HRT, bem como a aquisição feita por ele não fazia parte de uma estratégia planejada de investimentos. De maneira oposta, a conduta de comprar as ações antes do Fato Relevante e vendê-las em seguida a sua divulgação demonstra claramente que o Acusado tomou sua decisão justamente para aproveitar a assimetria informacional existente no mercado.

105. Por fim, cabe enfrentar a alegação de que a negociação de ações realizada por Fabio Carvalho teria representado um ganho de pequena monta, de forma que a conduta do Acusado não teria causado a vantagem desmedida que a lei visa coibir. No entender da defesa, o pequeno ganho obtido por Fabio Carvalho impossibilitaria sua condenação neste processo.

106. Como se sabe, a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro na negociação, conforme entendimento consolidado desta CVM<sup>14</sup> e a seguir resumido pelo voto do Diretor Marcelo Trindade, proferido no julgamento do PAS nº 04/2004, de 28.06.06:

a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.

107. Portanto, mesmo que o acusado não tivesse obtido o lucro que efetivamente auferiu, o entendimento do Colegiado da CVM é de que a vantagem pecuniária não constitui requisito para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada.

### III. DA DOSIMETRIA DA PENA

108. A negociação com o uso de informação relevante ainda não divulgada é uma das práticas mais nocivas ao funcionamento regular do mercado, pois ela fere a credibilidade que deve existir na formação justa do preço das ações das companhias abertas, razão pela qual deve ser firmemente repelida.

<sup>14</sup> Ver neste sentido PAS CVM nº RJ2013/2714, Dir. Rel. Luciana Pires Dias, julgado em 7.10.2014; PAS CVM nº 22/04, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 20.6.2007; PAS CVM nº RJ2003/5627, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, julgado em 28.1.2005; e PAS CVM nº 17/02, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 25.10.2005.



**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

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

109. Consciente da gravidade da atuação do *insider* para o mercado de capitais, o legislador inseriu essa conduta no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais<sup>15</sup>. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionatória adequada, de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular funcionamento do mercado de ações, negociam de posse de informação privilegiada com a intenção de obter vantagem econômica indevida dos demais investidores.

110. Em face de todo exposto, e considerando, de um lado, a gravidade da infração e, de outro, a primariedade do Acusado, e com fundamento no art. 11, II, da Lei n.º 6.385, de 1976, voto pela condenação de Fábio Feital de Carvalho à penalidade de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404, de 1976, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR

---

<sup>15</sup> Lei nº 6.385/76: Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. (Artigo alterado pela Lei nº 13.506, de 13.11.2017). Pena- prisão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (incluído pela Lei nº 10.3030, de 31.10.2001).