



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 26/2010

Reg. Col. 8672/2013

**Acusados:** Astério Vaz Safatle  
Didier Maurice Klotz  
Diego Soares de Arruda  
Antonio Grisi Neto  
José de Jesus Afonso  
Carlos Augusto Curiati Bueno  
Marcelo Macedo Távora de Castro

**Assunto:** Apurar eventual utilização de informações privilegiadas em negócios realizados com ações de emissão da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A.

**Diretor Relator:** Gustavo Borba

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto do Relator quanto às absolvições de Astério Vaz Safatle, Carlos Augusto Curiati Bueno, Marcelo Macedo Távora de Castro e Antonio Grisi Neto. Voto, ainda, pela condenação de Diego Soares Arruda, subscrevendo integralmente as considerações do Diretor Henrique Machado quanto a esse ponto, nos termos de sua manifestação de voto apresentada na sessão de julgamento realizada em 07.08.2018. Acompanho, igualmente, a manifestação de voto apresentada nesta data pelo Diretor Gustavo Machado Gonzalez, para votar pela absolvição de Didier Maurice Klotz (“Didier Klotz” ou “Acusado”).

2. Entretanto, pelas razões que apresentarei adiante, entendo necessário reiterar algumas considerações que considero relevantes com relação à acusação imputada a Didier Klotz por ter



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

negociado ações da Agra<sup>1</sup> dentro do período de 15 dias que antecedeu à publicação do 2º ITR de 2008 da Companhia, em suposta violação ao § 4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

3. De fato, como acertadamente assinalado pelos Diretores Henrique Machado e Gustavo Gonzalez em seus votos, referida acusação não merece prosperar nos termos em que formulada pela área técnica. O relatório de inquérito evidencia que a Acusação adotou a interpretação de que as vedações à negociação estabelecidas ao longo do art. 13 consistem em verdadeiras proibições à negociação de valores mobiliários nos períodos e hipóteses ali indicados.

4. Seguindo linha distinta, o Colegiado tem adotado o entendimento de que o artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, incluindo seu § 4º, não cria vedações propriamente ditas, autônomas àquela prescrita pela Lei nº 6.404/76 em seu artigo 155, mas estabelece presunções que não necessariamente impõem ao regulador a conclusão de que, nas situações previstas no citado art. 13 § 4º, os administradores estarão de posse de informação privilegiada, ou, ainda, que a utilização da informação privilegiada se dará com a finalidade de obter vantagem indevida<sup>2</sup>.

5. As considerações que passarei a fazer não abordam, portanto, a necessária absolvição de Didier Klotz pela infração ao artigo 13, § 4º da Instrução CVM nº 358/02 em vista do posicionamento do Colegiado sobre o assunto, o que a meu ver já foi adequadamente contemplado nos votos apresentados pelos Diretores Henrique Machado e Gustavo Gonzalez.

6. Esta manifestação tem dupla função: em primeiro lugar, registrar meu entendimento divergente daquele por ora prevalecente neste Colegiado, no sentido de que a melhor interpretação do art. 13, § 4º resulta no reconhecimento de presunções relativas; além disso, tal como fiz por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651<sup>3</sup>, esclarecer as principais razões pelas quais considero ser conveniente e oportuna a revisão do texto da Instrução CVM nº 358/02, para que fique claramente caracterizada, nas hipóteses contempladas pelo § 4º do art. 13, verdadeira proibição de negociação de valores mobiliários.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório elaborado pelo Diretor Relator Gustavo Borba.

<sup>2</sup> O regime de presunções estabelecido pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 foi detalhadamente examinado em inúmeros precedentes desta casa, dentre os quais cabe destacar o PAS CVM nº RJ2011/3823, j. em 09.12.2015, o PAS CVM nº RJ2014/10290, j. em 13.06.2017, o PAS CVM nº RJ2015/13651, j. em 19.06.2018 e o PAS CVM nº RJ2015/5813, j. em 13.07.2018.

<sup>3</sup> Nos termos da manifestação de voto que apresentei em 19.06.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Neste sentido, observo que a existência de um parágrafo específico destinado a tratar exclusivamente da vedação à negociação nos períodos que antecedem a divulgação de informações financeiras, trimestrais ou anuais da companhia (§ 4º), leva a crer que esse comando, na sua origem, fora pensado como uma vedação distinta das demais previstas no art. 13<sup>4</sup>.

8. Essa opção do regulador justifica-se, a meu ver, em algumas particularidades das informações financeiras de uma companhia aberta, trimestrais ou anuais, que não se verificam necessariamente nas demais categorias de informações relevantes abrangidas pelo *caput* e pelo § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 e que justificam o tratamento diferenciado das primeiras.

9. Em primeiro lugar, o caráter *periódico* das informações financeiras – em oposição à natureza *eventual* dos atos ou fatos relevantes (abarcados pelo *caput* e § 1º do art. 13) – torna possível saber, com precisão suficiente, quando essas informações estarão disponíveis aos acionistas e ao mercado em geral. E justamente por ser possível definir a data de sua divulgação, foi viável ao regulador fixar um período que a precede e dentro do qual é razoável presumir que as prévias das informações financeiras, que circulam internamente na companhia, são suficientemente maduras para serem consideradas relevantes.

10. Em segundo lugar, há que se reconhecer a relevância das informações financeiras, uma vez que representam, via de regra, a principal fonte informacional à qual o mercado recorre para conhecer e avaliar uma determinada companhia. Daí decorre que, se há margem para demonstrar a irrelevância de informações reputadas pela acusação como relevantes, essa margem é menor no que se refere às informações financeiras preliminares e inexistente com relação às definitivas.

11. Em terceiro lugar, por sua natureza, as demonstrações financeiras demandam um período extenso de tempo para a sua adequada elaboração, resultando de um trabalho contínuo e progressivo de coleta e análise de informações. Em vista deste processo e da complexidade a ele inerente, é bastante provável que nos 15 dias que precedem a divulgação das demonstrações

---

<sup>4</sup> Afora a topografia do § 4º na Instrução CVM nº 358/02, identifiquei elementos adicionais que deixam inequívoco que, ao menos nos primeiros anos de vigência da Instrução CVM nº 358/02, a CVM interpretava a vedação prevista no § 4º como uma vedação absoluta, considerando os sujeitos indicados na norma impedidos de negociarem ações da companhia nos 15 dias anteriores à divulgação das suas informações financeiras ao mercado. Discorri com maiores detalhes sobre esses elementos na manifestação de voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, à qual me reporto quanto a esse ponto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

financeiras, as informações que lhe dão lastro estejam muito próximas daquelas que serão efetivamente divulgadas. Essa probabilidade é bastante diminuída quando não é possível ter visibilidade sobre o processo de formação das informações relevantes.

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

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

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

15. Por essa razão, se, por um lado, não vislumbro ônus excessivo no estabelecimento de proibição à negociação de valores mobiliários no período determinado dos 15 dias que antecedem a divulgação das demonstrações financeiras, por outro, esta vedação é conveniente na medida em que confere ao regulado maior clareza sobre sua própria conduta e, com isso, maior segurança para o mercado de capitais e, ainda, evita que o regulador se debruce na análise de casos nos quais, consideradas as circunstâncias, é muito mais provável que tenha havido o uso indevido de informação privilegiada do que o contrário.

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

17. Por fim, gostaria de fazer uma última consideração relacionada à uma premissa central do entendimento que tem sido adotado pelo Colegiado para considerar que o art. 13 § 4º da ICVM 358/02 refletiria presunção relativa. Com efeito, seguindo precedente deste Colegiado<sup>5</sup>, tem-se entendido que, uma vez que o conceito de *insider trading* previsto no art. 155 da Lei nº

---

<sup>5</sup> PAS CVM nº 04/04, j. 28.06.06, Relator o então Pres. Marcelo Trindade.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6.404/76 tem referência direta a um elemento subjetivo (intenção de obter vantagem indevida), esta CVM não poderia, por meio de Instrução, estabelecer a vedação a negociação prevista no art. 13 § 4º com dispensa do elemento subjetivo. Isto importaria, conforme tal entendimento<sup>6</sup>, em extrapolação, pela CVM, de sua competência regulamentar.

18. A meu ver, a CVM, ao regulamentar os temas constantes da ICVM 358/02, não o faz apenas com respaldo do art. 155 § 4º da lei societária. Conforme já observado no curso de outro precedente deste Colegiado<sup>7</sup>, a Instrução CVM nº 358/02 tem fundamento legal no disposto nos artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra “a”, e 22, §1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976<sup>8</sup>.

19. Esses comandos atribuem à CVM competência para proibir, em determinadas e bem delimitadas situações, operações com valores mobiliários, independente de terem os sujeitos envolvidos na operação acesso a informações privilegiadas.

20. Diante de todo o exposto, reafirmo que meu entendimento de que a redação da Instrução CVM nº 358/02 necessita de aprimoramento para que o comando contido no art. 13, § 4º seja revisto, de forma a afastar dúvidas quanto ao seu caráter de vedação autônoma. Entretanto, a falta de tal providência não autoriza o entendimento de que referido dispositivo, em sua forma atual, reflete uma presunção relativa.

---

<sup>6</sup> Entendimento este sustentado em maior detalhe pelo próprio Relator do voto anteriormente citado em *Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade*, in *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (coord. Marcelo Adamek), São Paulo: Malheiros, pág. 453 (2011).

<sup>7</sup> Conforme declaração de voto apresentada pelo então Diretor Marcos Pinto no PAS CVM nº 24/05, j. 07/10/08, Relator o então Diretor Sergio Weguelin.

<sup>8</sup> Essa lógica ficou registrada no voto do então Diretor Alexandro Broedel Lopes no âmbito do PAS nº RJ2010/4206, acompanhado pelo Colegiado, nos seguintes termos: “9. Com efeito, logo em seu preâmbulo, a referida Instrução CVM nº 358/02 aponta que o seu fundamento legal são os “artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra ‘a’, e 22, §1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”. 10. Assim, conforme os dispositivos legais mencionados, a CVM deve exercer as suas atribuições para o fim de “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” e “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”, entre outras (art. 4º e incisos, da Lei nº 6.385/76). **Disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições, podendo, para tanto, definir “as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; e métodos e práticas que devem ser observados no mercado” (art.18, inciso II, alínea ‘a’, da Lei nº 6.385/76).** 11. **E é exatamente esse o objetivo da Instrução CVM nº 358/02: trata-se de norma que visa a manter a higidez e a confiança do mercado, vedando a possibilidade de negócios por aqueles que detêm, antecipadamente, informação relativa a ato ou fato relevante.**” (grifou-se).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de novembro de 2018.

**Marcelo Barbosa**  
Presidente