



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001692/2017-99

Reg. Col. nº 0712/2017

Acusado: Antônio José Ferreira Borges

Assunto: Uso indevido de informação privilegiada na negociação com ações. Infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Diretor Relator: Henrique Machado

VOTO

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação” ou “área técnica”) em face de Antônio José Ferreira Borges (“Antônio Borges” ou “Acusado”), por suposto uso de informação privilegiada na negociação com ações emitidas pela JHSF Participações S.A. (“JHSF” ou “Companhia”), em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976¹ c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002².

¹ § 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.

² Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.



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

2. Conforme consta do Relatório anexo a este voto, Antônio Borges era funcionário da área de *back office* do Banco Modal S.A. (“Banco Modal” ou “Banco”) quando adquiriu, em 10.11.2016, 140 mil ações ordinárias de JHSF por cerca de R\$227 mil.

3. Segundo a SMI, tal negociação somente teria ocorrido porque o Acusado recebeu telefonema de investidor solicitando o resgate de cotas de fundo de investimento administrado pelo Banco Modal para adquirir participação minoritária de shopping center da JHSF, informação divulgada por meio de aviso de fato relevante pela Companhia naquele mesmo dia 10, logo após o encerramento do pregão. Deste modo, a área técnica atribuiu responsabilidade a Antônio Borges por negociar de posse de informação privilegiada.

4. O Acusado não contesta a existência do telefonema, tampouco o fato de o investidor ter-lhe manifestado a intenção de adquirir um shopping center. Contesta, no entanto, a versão tal qual apresentada pela SMI de que teria recebido informação precisa do empreendimento objeto da aquisição. Refuta, assim, ter recebido informação de que a aquisição seria de empreendimento da JHSF.

5. No entender da defesa, a conversa havida entre Antônio Borges e o investidor do Banco Modal não seria suficiente para uma condenação de *insider trading*, dada a imprecisão de informação recebida pelo Acusado. Argumenta ainda que não existiria presunção quanto à ciência da informação privilegiada pelo Acusado.

6. Concorde com a defesa que não se pode presumir o conhecimento do Acusado quanto à informação privilegiada, na medida em que ele não possuía estreito vínculo com a Companhia emissora. Contudo, os fatos trazidos pela Acusação são suficientes para demonstrar que ele fez uso de informações sigilosas ainda não divulgadas ao mercado na negociação com ações da JHSF.

7. Antes de adentrar a análise da dinâmica dos fatos, destaco inicialmente que a vedação ao uso de informação privilegiada pelos *insiders* secundários ou de mercado, isto é, aqueles que não têm relação com a companhia emissora de valores mobiliários, está estabelecida 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



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

negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

8. De acordo com os precedentes do Colegiado desta CVM³, referido ilícito contém quatro requisitos, quais sejam, (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 terceiros⁴.

9. Como tal ilicitude não se constata ordinariamente de forma direta, a comprovação de casos de *insider trading* é baseada, em regra, em indícios⁵, pois é relativamente complexo comprovar a maneira pela qual o acusado teve acesso à informação privilegiada e, mais do que isso, se ele fez uso da informação em seu processo cognitivo de negociar com valores mobiliários, conforme decisões reiteradas do Colegiado⁶.

10. Diante disso, não pode prosperar o argumento da defesa no sentido de que a única prova capaz de revelar o teor da informação recebida pelo Acusado seria a gravação do telefonema (prova direta), pois, em casos que tais, a utilização da prova indireta ou indiciária é de suma importância para a configuração do ilícito. Ressalte-se, neste particular, que a prova indiciária deve ser constituída por meio do concurso de indícios (comprovados, independentes, concordantes e convergentes) que permitam conclusão segura a respeito da ilicitude da conduta⁷, como passo a esmiuçar.

11. Registro ainda que a administração da JHSF, ao avaliar a potencialidade do impacto na cotação das ações da Companhia que poderia seguir-se à divulgação da venda da participação

³ A respeito dos elementos caracterizadores do *insider trading* e das presunções que a norma regulamentar da CVM estabeleceu, v., entre outros, os votos condutores do PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº RJ2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 18.01.2018; e PAS CVM nº RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018

⁴ Neste mesmo sentido é o artigo do ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade “*Vedações à Negociação de Valores Mobiliários*”, publicado no livro “*Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*”, organizado pelo prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e publicado pela Ed. Malheiros Editores.

⁵ PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012. PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012

⁶ PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012.

⁷ Neste sentido, transcreve-se trecho do que ficou assentado no PAS CVM nº 22/94, julgado em 15.4.2004: “[A] existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado”.



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

no “Shopping Cidade Jardim” para a Gazit, entendeu tratar-se de hipótese de fato relevante assim conceituada pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358/02⁸.

12. Com efeito, não se pode tirar a razão da administração da JHSF de ter publicado aquelas informações na forma de aviso de fato relevante, pois a Companhia estava firmando importante parceria com um dos principais operadores globais de shopping centers, reduzindo sua alavancagem financeira e melhorando sua estrutura de capital⁹. Deste modo, é evidente que um investidor que tomasse conhecimento disso previamente a sua divulgação estaria de posse de uma informação privilegiada, pois saberia, antes de todos os outros investidores, de nova e importante perspectiva de crescimento operacional da JHSF.

13. Tem-se assim configurado o primeiro elemento do tipo administrativo: a existência de uma informação relevante pendente de divulgação.

14. No que se refere ao acesso à informação privilegiada, é incontroversa a existência do telefonema entre o Acusado e o investidor poucos momentos antes da negociação. Igualmente é incontroverso que o Acusado soube que o resgate da aplicação solicitado pelo investidor tinha por finalidade adquirir empreendimento imobiliário relacionado a shopping center.

15. Tais fatos são seguramente aptos a embasar hipótese de transmissão de informação entre o Acusado e o investidor, que explicava ao funcionário da instituição financeira o motivo pelo qual se desfazia da aplicação financeira. Contudo, é justamente o comportamento extraordinariamente atípico do Acusado que afasta qualquer sombra de dúvida a respeito do acesso à informação e do conhecimento de sua natureza privilegiada, previamente à tomada de decisão de negociar com ações da JHSF.

16. Neste sentido, cabe destacar que, logo após o telefonema, o Acusado decide comprar ações ordinárias da JHSF, revelando evidente pressa em fazer uso da informação recebida, postura típica de quem age de posse de uma informação privilegiada. E, embora jamais tenha negociado com ações da Companhia, investiu mais de R\$227 mil na referida compra, valor equivalente a mais de 75% de todo o seu patrimônio declarado em sua ficha cadastral. Tal

⁸ 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.

⁹De acordo com a obrigação contida art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, a administração da companhia deve avaliar se a informação tem potencial de influenciar o investidor em sua decisão de investimento, não lhe cabendo, portanto, saber antecipadamente qual será o comportamento do investidor diante da nova informação, ou seja, se o preço da ação irá valorizar-se ou não após a divulgação do fato relevante, pois é muito difícil prever o real impacto da informação 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

www.cvm.gov.br

montante representou quase 19% de todas as compras de ações ordinárias da JHSF no pregão do dia 10.11.2016.

17. Tenho, assim, que somente a certeza de que a Gazit estava adquirindo parte do empreendimento da JHSF e de que tal fato, a partir do momento que se tornasse público, possivelmente repercutiria positivamente na cotação das ações desta Companhia poderia justificar a negociação feita pelo Acusado, com características evidentes de quem negocia de posse de informação privilegiada.

18. Ademais, a par do robusto conjunto probatório, carece de verossimilhança a justificativa para a negociação apresentada pelo Acusado.

19. Segundo alega, após saber do investimento a ser feito em shopping center pela Gazit, ele teria feito pesquisas sobre dados financeiros, notícias veiculadas na imprensa e histórico de negociação de companhias relacionadas à administração de shopping centers listadas em bolsas. Com isso, o Acusado teria decidido apostar nas ações da JHSF ao perceber maior movimentação de negociação nestas ações, o que teria indicado a atuação de algum *insider* conhecedor da informação relativa à alienação de shopping center que acabara de saber.

20. Essa tentativa de justificar a negociação esbarra no fato de haver várias companhias do setor de shopping centers com ações negociadas em bolsa, a revelar que a alegada análise demandaria bastante tempo para ser elaborada pelo Acusado, que, no entanto, fez a negociação em curto período de tempo após o contato telefônico com o investidor. Além disso, não se pode deixar de comentar que a Gazit poderia simplesmente não investir em empreendimento de propriedade de companhia aberta listada em bolsa, tornando pouco plausível a tese da defesa notadamente quando se verifica o montante aplicado pelo Acusado.

21. Todas estas evidências demonstram que o caminho decisório apontado pelo Acusado, desde a informação alegadamente incompleta recebida até a pronta decisão de investir com destacada intensidade, não apresenta itinerário racional capaz de ter sido fundamentado na coleta de outras informações públicas disponíveis.

22. Deste modo, a negociação levada a efeito pelo Acusado justifica-se tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o colocou em posição não equitativa em relação aos demais participantes do mercado. Em outras palavras, a única motivação racional para o Acusado comprar quase 20% de todas as ações da JHSF negociadas no dia 10.11.2016 foi o conhecimento de que a Gazit estava adquirindo participação relevante de empreendimento da Companhia.

23. No presente caso, os fatos são tão eloquentes e característicos de uso de informação privilegiada que o compliance do Banco Modal prontamente identificou a operação ilícita e alienou compulsoriamente as ações adquiridas pelo Acusado, de modo a impedir que ele pudesse obter qualquer vantagem pecuniária, bem como comunicou o ocorrido à CVM. Além dos



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

procedimentos relacionados à negociação com as ações, a administração do Banco Modal aplicou punição funcional ao Acusado e posteriormente o desligou da instituição financeira.

24. Por fim, cabe registrar que, embora o Acusado não tenha obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada na negociação das ações na medida em que a operação foi revertida compulsoriamente pelo Banco Modal e as ações da JHSF não se valorizaram logo após a divulgação do fato relevante, a norma de combate ao uso de informação privilegiada tem por finalidade coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida¹⁰.

25. Deste modo, tais circunstâncias não alteram a reprobabilidade da conduta apurada neste processo, pois a configuração do *insider trading* independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, visto que a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada.

26. Por todo o exposto, considerando, de um lado, a primariedade do Acusado, e de outro, a gravidade do ilícito e a violação da relação fiduciária decorrente da posição que ele ocupava, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, **voto pela condenação de Antônio José Ferreira Borges à penalidade de multa pecuniária de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976¹¹ c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.**

27. Por fim, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício nº 51/2017/CVM/SGE (Doc. SEI nº 0266552), para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 04 de dezembro de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR

¹⁰ O entendimento da CVM sobre o assunto está bem refletido no voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade, no julgamento do PAS nº 04/2004, de 28.06.2006: “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.”

¹¹ § 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.