



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/2384

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo

Assunto: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*)

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. OBJETO

1. Jaime Rebelo¹ foi acusado de praticar dois dos mais graves ilícitos do mercado de capitais: manipulação de preços e uso de informação privilegiada, conhecida pela expressão *insider trading*.

2. Em uma primeira análise, os fatos parecem corroborar as conclusões da Acusação. Durante o período coberto por este processo, de pouco mais de três meses, Jaime consistentemente adquiriu ações AORE3, colocando ordens a preços crescentes e respondendo, em certos pregões, por 100% do volume adquirido. De outro lado, o acusado possuía contato com o controlador da All Ore, tanto que havia integrado a administração da Companhia em período anterior e a ela retornou algum tempo depois, e suas compras foram realizadas pouco antes da divulgação de fato relevante.

3. No entanto, nem tudo é o que parece e as coisas muitas vezes transcorrem de modo diverso do esperado. A possibilidade de algo ter acontecido, portanto, não é suficiente para se concluir pela sua ocorrência, especialmente na esfera sancionadora. No caso em tela, julgo que os elementos trazidos pela Acusação não nos autorizam a concluir pela prática de nenhum dos dois ilícitos imputados ao acusado.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4. Organizei este voto em cinco partes, incluindo esta introdução. Na segunda parte faço breves considerações sobre a relação entre os ilícitos de manipulação de preço e *insider trading*. Nas duas partes seguintes, examino separadamente as imputações referentes a cada um desses ilícitos, para então concluir na quinta parte.

II. *INSIDER TRADING* E MANIPULAÇÃO DE PREÇOS: APROXIMAÇÕES E DISTANCIAMENTOS

5. A acusação afirma que o mesmo conjunto de operações configurou manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Em certas circunstâncias, os dois ilícitos distintos podem, de fato, coexistir ou mesmo ser combinados; em outras, contudo, o concurso revela-se inconsistente. O caso dos autos, penso eu, se enquadra nessa segunda hipótese. Não obstante, para evitar generalizações indevidas a partir das conclusões obtidas em um caso específico, entendo oportuno, já de início, assinalar as aproximações e distanciamentos entre os dois tipos.

6. Diz-se privilegiada a informação que, ao mesmo tempo, é relevante e desconhecida do público². Aquele que possui uma informação cuja divulgação tende a impactar a cotação de determinado valor mobiliário pode se antecipar aos demais participantes do mercado, comprando o ativo sabendo que esse tende a se valorizar, ou vendendo-o antes da divulgação de notícia propensa a levar a sua desvalorização. A capacidade de se valer da informação privilegiada para obter vantagem indevida depende, em certa medida, de que suas negociações não impactem o preço do papel. Afinal de contas, deseja-se realizar operações nas condições correntes de mercado para se adiantar aos efeitos da divulgação da informação relevante que, naquele momento, é mantida em reserva.

7. Já a manipulação de preços, em termos bastante gerais, consiste na atuação com o propósito de alterar o regular funcionamento do mercado, induzindo os demais participantes a negociar em condições artificiais. Embora se trate de prática há muito reprimida em diversos ordenamentos jurídicos, doutrina e jurisprudência, aqui e alhures, até hoje não lograram defini-la de uma forma precisa³. Com efeito, a manipulação pode ser praticada por

² Sobre os elementos caracterizadores da informação privilegiada, reporto-me ao que disse no PAS CVM nº RJ 2014/0577, j. em 11.12.2017, de minha relatoria.

³ Para Fox, Glosen e Rauterberg, a manipulação é o conceito mais confuso para advogados e economistas (“Manipulation has been stock trading’s most confusing concept for lawyers and economists alike”) e, talvez,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

expedientes das mais diversas naturezas, como, por exemplo, a realização de operações fictícias ou a divulgação de informações falsas. Ao contrário do agente que pratica o *insider trading*, que busca se antecipar a um movimento natural do mercado (a incorporação, na cotação do ativo, de uma informação relevante), o manipulador busca, com sua atuação, alterar as condições existentes no mercado para, assim, obter vantagem indevida.

8. Embora se trate de ilícitos distintos, é importante reiterar que em certas situações eles podem coexistir ou mesmo ser praticados de forma combinada. Assim, informações falsas podem ser divulgadas ao mercado para preservar ou mesmo majorar o caráter privilegiado de determinada informação. Em sentido contrário, a informação privilegiada pode ser um dos instrumentos empregados para afetar o regular funcionamento do mercado. Nesse sentido, Alexandre Brandão da Veiga:

“(…) nada impede que alguém associe a manipulação ao *insider trading*. Por forma a preservar a natureza privilegiada da informação alguém pode dar sinais enganadores ao mercado por via de informações enganosas ou falsas. A manipulação assume-se neste caso como um instrumento de proteção ao *insider trading*. Inversamente, alguém pode usar informação privilegiada para manipular o mercado com maior segurança. Neste caso, a manipulação foi possível, pelo menos nos termos em que ocorreu, graças à informação privilegiada.”⁴

9. De modo geral, entendo que a possibilidade do concurso de ilícitos deve ser sempre triplamente testada. A uma, para se verificar se todos elementos necessários para a prática de cada um dos ilícitos estão de fato presentes. A duas, para se confirmar se a coexistência dos tipos, ainda que possível, é factível e consistente. A três, para verificar se o concurso não é apenas aparente.

um dos mais controversos da regulação do mercado de capitais norte-americano (“manipulation may be the most controversial concept in securities laws”). FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*. New York: Columbia University Press, 2019, pp. 200-201. No mesmo sentido, aliás, Fischel e Ross já diziam em seu clássico trabalho acerca da matéria: “(…) despite much academic and judicial commentary, no satisfactory definition of the term has been offered”. FISCHEL, Daniel; ROSS, David. “Should the law prohibit ‘manipulation’ in financial markets?”. In: *Harvard Law Review*. Cambridge: The Harvard Law Review Association, v. 105, n. 2, 1991, p. 553.

⁴ VEIGA, Alexandre Brandão da. *Crime de manipulação, defesa e criação de Mercado*. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 154-155.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

10. No caso em tela, como disse, as duas acusações me parecem inconciliáveis. Isto porque para sustentar a acusação de manipulação, alega-se que Jaime exerceu forte pressão compradora para fazer com que as ações AORE3 se valorizassem, atingindo um patamar. Já na acusação de uso informação privilegiada, afirma-se que Jaime sabia que o ativo iria se valorizar e se valeu das informações que tinha a esse respeito para adquirir ações se antecipando ao mercado.

11. Ora, no regime da Instrução CVM nº 08/1979, a manipulação de preços é um tipo doloso caracterizado pela prática de um ato comissivo com a intenção de induzir terceiros a negociar com base em falsos parâmetros de preços. Assim, o fato de um agente, detentor de informações privilegiadas, acabar alterando os parâmetros do mercado ao negociar valores mobiliários em antecipação à divulgação da informação relevante que, naquele momento, ainda não é pública, não autoriza a conclusão de concurso. Falta, no caso, o intuito de criar uma impressão falsa ou enganosa a respeito das condições de mercado, induzindo terceiros a negociar em um falso patamar.

12. Resumindo, embora, em tese, os tipos possam coexistir, entendo que, no caso em exame, as duas imputações estão baseadas em leituras conflitantes de um único conjunto de fatos. Ou o acusado buscou, com suas operações, valorizar artificialmente as cotações do papel para induzir terceiros em erro – circunstância em que estaria caracterizada a manipulação de preços –, ou realizou investimento por saber que esse, de fato, tendia a se valorizar quando da divulgação de informação relevante – hipótese em que restaria configurado o *insider trading*.

13. Com essa ressalva, passo ao exame individualizado de cada uma das acusações.

III. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

14. Começo pela manipulação de preços, definida na Instrução CVM nº 08/1979 como a “utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda” (item II, “b”). Como já dito, o tipo somente admite a modalidade dolosa.

15. No tipo administrativo de manipulação de preços, embora não exista o termo “artificial” na descrição da conduta proibida, há um elemento normativo de “engano”, pois



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

exige-se a constatação de um processo ou artifício destinado a induzir terceiros à negociação, por meio da variação das cotações de um valor mobiliário.

16. No caso em tela, a suposta manipulação teria sido implementada por meio de operações realizadas em bolsa a preços crescentes e, pelo que se depreende da peça acusatória, em quantidades idôneas a afetar as cotações. Como distinguir uma operação legítima daquelas realizadas com o propósito de manipular o mercado?

17. De certo, a diferença não reside no intuito de lucro. Investidores legitimamente aportam recursos no mercado de capitais com o intuito de obter ganhos econômicos. Compra-se um ativo na expectativa de sua valorização; vende-se determinado ativo quando se acredita que esse se depreciará.

18. A distinção também não está no efeito da operação, ou do conjunto de operações, no mercado, muito embora em muitos casos se trate de um fator importante na análise de acusações dessa natureza. É possível, por exemplo, que um investidor deseje se desfazer de uma quantidade grande de ações e que a sua pressão vendedora acarrete uma desvalorização do ativo. A depender da liquidez do mercado, mesmo negócios envolvendo quantidades relativamente pequenas podem ter impacto na cotação. Quando as eventuais alterações nas condições do mercado consistem em meros efeitos colaterais de uma operação, não há ilicitude⁵.

19. A ilicitude, no entanto, não surge do simples fato de o investidor realizar suas operações considerando os efeitos que a sua atuação terá no mercado. Um exemplo claro é a negociação de grandes lotes, isto é, quantidades superiores à demanda ou à oferta típicas de um determinado papel. Nestes casos, a colocação de uma única ordem a mercado ou uma

⁵ Como expõem Loss e Seligman ao comentarem uma antiga jurisprudência inglesa e os debates legislativos que resultaram no *Securities Exchange Act* de 1934: “*The dictum in Rex v. de Berenger that “raising or lowering the price of the public funds is not per se a crime” finds expression in the legislative reports underlying the Exchange Act. “If a person is merely trying to acquire a large block of stock for investment, or desires to dispose of a big holding,” the House Report says, “his knowledge that in doing so he will affect the market price does not make his action unlawful”*”

No Direito Comparado, temos o exemplo estadunidense de *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189, 209 (3d Cir. 2001): “Once again, short selling, even in large volumes, is not in and of itself unlawful and therefore cannot be regarded as evidence of market manipulation. That short selling may depress share prices, which in turn may enable traders to acquire more shares for less cash (or in this case, for less debt), is not evidence of unlawful market manipulation, for they simply are natural consequences of a lawful and carefully regulated trading practice”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

negociação agressiva contra as ofertas presentes no livro podem conduzir a um movimento abrupto nos preços, resultando em um preço médio de execução pior do que o que seria obtido se a negociação fosse diferida no tempo.

20. Não por outra razão, este tipo de negociação é comumente realizado por operadores capazes de administrar a execução das ordens, segundo o dever de melhor execução, procurando minimizar os custos de operação e, ainda, procurando evitar uma exposição negligente da quantidade demandada (ou ofertada) que permita sua detecção por outros investidores, capazes de explorá-las em seu favor⁶.

21. É importante notar, ademais, que a eficiência de um mercado⁷ reside justamente na sua capacidade de fazer com que a cotação de determinado ativo reflita as informações acerca do ativo. É a atuação dos investidores, em especial daqueles que negociam com base em informações, vendendo o ativo quando concluem que esse está sendo negociado por um preço superior àquele indicado em suas avaliações, e comprando-o quando entendem que o preço praticado pelo mercado subavalia os fundamentos da companhia, que faz com que o preço dos valores mobiliários convirja para um patamar que reflete a avaliação média do mercado acerca da companhia⁸.

22. Se as operações lícitas e ilícitas buscam o lucro e têm o potencial de impactar o mercado, é a intenção do investidor que distingue a manipulação da especulação legítima. Na manipulação, o impacto nas variáveis de mercado é o meio escolhido pelo investidor para atingir seu objetivo. Há, então, lesão àquilo que a norma busca proteger: a formação

⁶ “Although block trades represent a small fraction of all trades in most markets, they often account for much of the total trading volume due to their large sizes. Block traders arrange most block trades on behalf of large institutions and very wealthy individuals. Large traders often have a significant impact on prices. They therefore must arrange their trades very carefully in order to control their transaction costs. Block traders must especially consider how they expose their orders so as to avoid losing to front runners and quote matchers.” HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 322.

⁷ Podemos sintetizar a noção de mercado eficiente como aquele em que: (a) os preços refletem adequadamente as informações disponíveis aos agentes econômicos; (b) a cada nova informação não esperada, os preços convergem rapidamente para um novo patamar, próximo do que seria o “valor intrínseco” do ativo; (c) investidores competem entre si pelas oportunidades, fazendo com que os preços se movimentem de modo relativamente contínuo. Cf. REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10. ed. Mason: CENGAGE Learning, 2012, pp. 96-97.

⁸ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. “The mechanisms of market efficiency”. In: *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

adequada dos preços, que devem refletir o encontro desimpedido da oferta e demanda e, não o interesse particular de determinados investidores. Como assinala Marcelo Cavali:

“A diferença essencial entre especuladores e manipuladores, nesse sentido, é que aqueles exploram as variações do mercado, estes as causam. A especulação é, em princípio, realizada dentro das regras do mercado e, portanto, autorizada.”⁹

23. No caso em tela, é incontroverso que as operações realizadas pelo acusado tiveram grande impacto no preço do ativo negociado. A controvérsia se dá quanto ao elemento subjetivo, i.e., se as compras realizadas por Jaime Rebelo buscaram elevar a cotação de AORE3 a um falso patamar.

24. A imputação de manipulação feita pela SMI se baseia em diversos elementos, entre eles **(i)** o uso de colocação de ordens de pequeno lote a preços crescentes, **(ii)** a conversa de 22.08.2012, quando Jaime Rebelo afirmou: “É, ele [o ativo AORE3] não tem liquidez, eu to querendo juntar, mas não quero derrubar meu portfólio, no final do mês de estar baixo, eu queria manter” e **(iii)** e-mail de 15.06.2012 “compra as 100 ações sendo ofertadas há dias, por 3,98! Vou puxar/manter essa ação na banda “alta” dos 4,00! Grato, Jaime”.

25. Por outro lado, o acusado alega que as operações por ele cursadas tinham propósitos econômicos legítimos, i.e., que acreditava na valorização das ações mencionadas. Especificamente a respeito de suas afirmações supratranscritas, alega que elas queriam dizer que ele estava disposto a comprar mais ações da All Ore mesmo que fosse no “patamar alto de ofertas à época”¹⁰.

26. Não obstante os fatos apontados pela Acusação, não considero que o conjunto probatório seja robusto o suficiente a autorizar a conclusão de que Jaime Rebelo agiu com intenção de alterar a cotação de AORE3, uma vez que há diversos outros elementos que demonstram que as compras realizadas pelo acusado eram baseadas em propósitos econômicos legítimos, nomeadamente na crença de futura valorização.

27. A título de exemplo, Jaime Rebelo afirmou em 08.05.2012: “Eu estou querendo comprar essas ações. É uma potencial mina de ouro esse treco aí, chama All Ore e eles

⁹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais - Fundamento e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 296.

¹⁰ Doc. 0084420.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

compraram uma exploração de mina de ouro e se der certo isso aí pode ser um bom negócio (...).”.

28. Em 22.08.2012, durante um leilão, Jaime Rebelo demonstra sua convicção sobre a valorização futura da ação e afirma que estava disposto a pagar mais do que o preço de mercado do ativo.

Jaime: Então põe, 100 a R\$4,98, vamos ver o que acontece. Na mão de outros tem 0,15% dessa empresa, eu vou tentar ao longo do tempo no prazo de um ano ter essas ações, mas eu não quero disparar, eu estou disposto a R\$5,00 ou R\$6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, pré-operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. ok?

Operador: Você está comprando 100 ações por enquanto está saindo no R\$4,90.

Jaime: Perfeito.

Operador: Se precisar vou até R\$4,98 é isso?

Jaime: Pode ir a R\$5,00.

Operador: Ta bom, ah saiu a R\$4,90 ok?

Jaime: Ok, abraço, tchau.

Operador: Tchau.

29. Uma das conversas que a Acusação tomou como evidência da intenção de manipular o preço do mencionado ativo foi a do dia 17.08.2012. Após o Operador alertar de maneira clara que variações grandes de preço de papéis de baixa liquidez chamariam atenção dos órgãos reguladores, Jaime Rebelo perguntou: “O que eles podem questionar se eu estou interessado?”. A pergunta, a meu ver, indica mais uma vez que as operações de compra estavam orientadas pela crença de futura valorização e não por intuito de produzir preços artificiais.

30. Jaime Rebelo utilizava ordens de pequeno lote a preços crescentes, que, na visão da Acusação consistiria em artifício para elevar o preço do papel artificialmente¹¹. O argumento não me convence, uma vez que, pelo contexto dos fatos, parece-me mais plausível assumir

¹¹ A título de exemplo, em 04.06.2012 o acusado enviou e-mail para o Operador com o seguinte teor: “por favor coloque as seguintes ordens p/ comprarmos AORE3: 100@ 3,70, 100@ 3,75, 100@ 3,80”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que o acusado queria garantir que seria dele a melhor oferta de compra disponível no mercado e, assim, o provável comprador de todas e quaisquer ofertas de venda que surgissem para aquele ativo de baixíssima liquidez. Esse entendimento se apoia nos trechos supracitados que demonstram a convicção do acusado de que as ações se valorizariam e que aceitaria comprar as ações mesmo que a preços maiores que aqueles já realizados por outros investidores.

31. Vale pontuar que é verdade que a utilização de colocação de ordens de pequeno lote a preços crescentes pode ser um indício de manipulação de mercado, tal como na modalidade internacionalmente conhecida como *pump and dump*¹², em que há a compra de um ativo, mediante a utilização de ardil ou artifício para elevar a sua cotação e, finalmente, a venda a preços artificialmente majorados. A título de exemplo, no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5194, pontuou-se que a utilização de duas operações destinadas a puxar o preço em um dia de baixíssima liquidez ajudou a manter elevada a cotação do papel no mercado e, nos três dias posteriores, os responsáveis venderam grande quantidade de papéis, o que demonstraria a intenção de elevar artificialmente a cotação para a posterior venda a preços vantajosos¹³.

32. No entanto, o acusado não realizou a segunda parte da prática mencionada, i.e., não vendeu as ações após a alta dos preços. Segundo consta dos autos, Jaime Rebelo realizou compras à vista durante o período analisado: os negócios tiveram início em 03.02.2012 e seguiram até 29.08.2012; em dezembro do mesmo ano e em fevereiro de 2013 foram realizadas novas compras em quantidades menores; e somente em junho de 2014 o acusado vendeu todas as ações que detinha.

¹² A título de exemplo, o Relatório “ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation” publicado pela ESMA (*European Securities and Market Authority*) em 03.02.2015 define a prática como “Taking of a long position in a financial instrument, (...) and then undertaking further buying activity and/or disseminating misleading positive information about the financial instrument (...) with a view to increasing the price of the financial instrument (...) by the attraction of other buyers. When the price is at an artificial high level, the long position held is sold out – usually known as pump and dump”. Acessível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>. Acesso em 01.09.2018.

¹³ PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 19.12.2014. Ver item 47 do voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

33. À semelhança do negócio-alvo a ser executado nas práticas de *spoofing* e *layering*, baseados na manipulação de ofertas¹⁴, na manipulação por meio de operações espera-se que a vantagem indevida seja obtida por meio da execução de ordens no sentido contrário ao que negociam os investidores induzidos em erro. Seja por meio de ordens, por meio de negócios ou de ambos, a essência da manipulação é a ausência de um fundamento econômico para o movimento dos preços, porque este movimento foi gerado para criar uma percepção equivocada do sentido dos preços e, assim, induzir terceiros em erro. Deve haver um conjunto de indícios suficientes para que se afirme que, sem a atuação do manipulador, tal movimento dos preços não ocorreria.

34. Tal indício – a busca de obtenção de uma vantagem indevida por meio de uma estratégia de saída apta a explorar os terceiros induzidos a erro – não foi observado no presente caso.

35. Embora o tipo administrativo de manipulação de preços não exija a finalidade de obtenção de vantagem indevida, mostra-se pertinente para fins probatórios e de contextualização dos fatos que a Acusação faça considerações sobre o que teria motivado Jaime Rebelo a manipular o mercado. No caso em apreço, não há nada nos autos a indicar que o acusado viria a obter algum benefício para si ou para terceiros com a suposta manipulação. Pelo contrário. De maneira oposta ao que se esperaria de um manipulador, o acusado continuou a comprar as mencionadas ações e manteve-as por prazo dilatado, comportamento que, *prima facie*, não se coaduna com o esperado de quem age em desacordo com a Instrução CVM nº 08/1979.

36. Ante todo o exposto, entendo que o quadro probatório é duvidoso e incapaz de autorizar uma condenação administrativa. Por conseguinte, voto pela absolvição do acusado da imputação de manipulação de preços.

IV. USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

37. A acusação também alega que Jaime Rebelo utilizou informações privilegiadas para obter vantagem indevida nas negociações com o papel durante o período.

¹⁴ Sobre a manipulação de ofertas, cf. o PAS 19957.006019/2018-26, j. em 01.10.2019, Rel. Presidente Marcelo Barbosa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

38. A caracterização do *insider trading* requer a presença de três elementos: **(i)** a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), **(ii)** a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida. Os elementos, vale dizer, encontram-se logicamente encadeados. Afinal de contas, não se pode ter algo que não existe, tampouco se valer de algo que não se tem.

39. A jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios¹⁵.

40. No caso em tela, a acusação se sustenta em cinco indícios:

- i. **Primeiro indício:** o fato de o acusado ter, em 22.08.2012, dito ao Operador que achava que a companhia havia descoberto ouro, com o pedido que a informação fosse mantida em reserva (“eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. Ok?”);
- ii. **Segundo indício:** o fato de a Companhia ter divulgado aviso de fato relevante em 29.08.2012.
- iii. **Terceiro indício:** a relação entre o acusado e o acionista controlador da All Ore. Nesse sentido, destaca que Jaime Rebelo foi Diretor Financeiro da Companhia entre julho de 2009 e março 2010 e, posteriormente, membro do seu conselho de administração, entre maio de 2013 e agosto de 2014;
- iv. **Quarto indício:** o fato de o acusado, em suas interações com o Operador, ter indicado forte intenção de adquirir o papel e disposição de pagar preços superiores aos que estavam sendo praticados no mercado; e
- v. **Quinto indício:** o comportamento supostamente atípico do acusado, que, entre 04.06 e 29.08.2012, adquiriu 50% (cinquenta por cento) do total de ações AORE3 que acumulou entre 2009 a 2014. Em reforço, a acusação aponta que, após a divulgação

¹⁵ Cito, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do aviso de fato relevante de 29.08.2012, o acusado somente voltou a negociar o papel em 21.12.2012, tendo adquirido pequenas quantidades do ativo desde então.

41. Como demonstrarei ao longo desta seção, o conjunto probatório não me parece suficiente para suportar uma condenação administrativa.

42. Com relação ao primeiro indício, entendo que não se pode considerar o telefonema de 22.08.2012 como confissão de que o acusado detinha informação privilegiada, ainda que sua fala seja, sem dúvida, suspeita. Dois julgados relativamente recentes servem como um importante alerta quanto aos cuidados que se deve tomar ao analisar uma acusação de uso indevido de informação privilegiada cuja principal prova é uma gravação na qual o suposto infrator faz referência à informação que possui.

43. Refiro-me aos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/2714 e RJ2014/10082. O primeiro apurou o suposto uso de informação privilegiada por um terceiro não ligado à companhia aberta. Baseando-se, sobretudo, em uma gravação telefônica na qual o acusado disse ao intermediário que lhe atendia ter recebido informação privilegiada de um executivo da companhia e no *timing* das operações realizadas, entendeu-se configurada a prática do *insider trading*. Já o segundo caso tratou de analisar a responsabilidade do executivo mencionado no processo original pelo repasse de informação privilegiada. Ao revisar os fatos, o Colegiado concluiu não ter provas suficientes de que a conversa envolveu a transmissão de informação privilegiada e decidiu absolver o executivo.

44. Como ressaltei no voto que proferi no julgamento do PAS CVM nº 26/2010, a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação, pois é (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado. Como consequência, “[o] princípio do *full and fair disclosure* não proíbe a companhia de participar de conversas reservadas, desde que não coloque o seu interlocutor em uma posição de assimetria relevante. O que a regulação exige é que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva.”¹⁶

¹⁶ PAS CVM nº RJ2015/1591, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

45. É possível, por exemplo, que o executivo de uma companhia aberta manifeste em uma reunião social estar otimista com as perspectivas no trabalho. Um de seus interlocutores pode deduzir – ou crer ter deduzido – que as ações da companhia na qual o executivo trabalha irão se valorizar e decidir investir nas ações. Diante desse quadro, pode-se dizer que o comportamento do executivo foi inapropriado, mas não concluir ter havido repasse de informação privilegiada.

46. Podem, inclusive, existir casos em que um receptor *equivocadamente* acredita que a informação que lhe foi transmitida é privilegiada. Trata-se, justamente, da conclusão do Colegiado no PAS CVM nº RJ2014/10082, o que levou o então Diretor Pablo Renteria no voto que proferiu a bem pontuar que “[c]umpre submeter tal prova [a gravação] a escrutínio rigoroso de modo a verificar se há nelas elementos que atestam a sua fidedignidade, ou, em sentido oposto, evidenciem uma provável distorção da mensagem recebida e supostamente retransmitida”.

47. Nessa perspectiva, causa espécie o fato de a acusação não ter investigado a origem da suposta informação privilegiada. Embora a jurisprudência da CVM admita que o uso de informação privilegiada pode, em certos casos, restar demonstrado independentemente da identificação da fonte¹⁷, a área técnica deve sempre buscar apurar a origem do vazamento. Trata-se, na minha visão, de medida de fundamental importância para evitar a prática do ilícito e reforçar a hígidez do nosso mercado¹⁸.

48. Ainda mais problemático é o fato de a Acusação não ter buscado apurar junto à Companhia maiores informações acerca dos estudos de geoquímica e geofísica referentes ao Projeto Iguaracy 1, objeto do aviso de fato relevante de 29.08.2012. Afinal de contas, as operações tidas como irregulares se deram durante um período relativamente longo de tempo – mais de dois meses – e começaram muito antes (04.06.2012) do aviso ser divulgado. São,

¹⁷ Nesse sentido, cf. p. ex. PAS CVM nº 24/2005, j. em 7.10.2008, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto; PAS CVM nº 10/08, j. em 23.11.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº 11/08, j. em 21.8.2012, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº RJ2012/8010, j. em 21.7.2015, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Machado; e PAS CVM nº 2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.

¹⁸ Nesse sentido, o legislador de 2017 criminalizou o repasse de informação privilegiada por quem a ela tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor, equiparando-o ao uso indevido de informação privilegiada, esse tipificado desde 2001. Cf. §1º do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, incluído pela Lei nº 13.506/2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

também, bastante anteriores ao telefonema em que o acusado supostamente confessou saber da descoberta de ouro.

49. De certo, nem sempre se pode precisar o momento a partir do qual uma informação se torna relevante, especialmente quando essa se refere a (ou se insere em) um processo multifásico. Não obstante, isso não exige a acusação de buscar apurar como transcorreu o processo que culminou na divulgação do fato relevante.

50. Sem maiores informações acerca do processo de contratação e elaboração dos estudos referentes ao Projeto Iguaracy 1 não temos como avaliar se o padrão de negociação do acusado durante o período suspeito pode ser considerado um indício de *insider trading*, especialmente em sua parte inicial. Por exemplo, se as análises começaram em julho ou mesmo em agosto, teríamos que reconhecer que o acusado já vinha adquirindo ações da Companhia antes de as informações que culminaram com o fato relevante começassem a ser gestadas.

51. Noto, nesse sentido, que no já referido diálogo de 08.05.2012, Jaime Rebelo não parece ter convicção quanto ao sucesso da campanha exploratória da Companhia: “É uma potencial mina de ouro esse treco aí, chama All Ore e eles compraram uma exploração de mina de ouro e se **der certo** isso aí **pode ser** um bom negócio” (grifei).

52. Ora, se por acaso Jaime começou a adquirir o papel quando não possuía informação relevante, os indícios relacionados ao seu padrão de negociação (nomeadamente o quarto e o quinto indícios) perdem força como sustentáculos da tese acusatória. Ou seja, o padrão de negociação do acusado, apontado pela acusação como indício da prática de ilícito, pode ser de fato um argumento de defesa.

53. Assim, por mais que as operações do acusado me pareçam suspeitas, especialmente à luz de sua manifestação de 22.08.2012, não vejo como considerar os indícios coletados pela Acusação como um conjunto robusto e consistente que possa ser equiparado a uma prova indiciária.

54. É possível que o problema decorra do fato de a acusação ter concluído sua análise sem maior aprofundamento. Com efeito, após analisar os autos, tenho a impressão de que a acusação entendeu que o fato de o acusado ter começado a negociar era prova suficiente de que ele tinha a 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

55. Nesse ponto, parece-me importante reafirmar o que disse em outra oportunidade: a negociação pelo *insider* pode, em certos casos, ser indício da existência de informação relevante¹⁹ – afinal de contas, a relevância dessa informação reside justamente em sua capacidade de influenciar na decisão do investidor. Não pode, contudo, ser considerada prova suficiente do ilícito, sob pena de se construir uma definição circular, que torna dispensável o elemento que está na gênese do *insider trading*: a existência da informação privilegiada²⁰.

56. Dito isso, é forçoso reconhecer que o caso em tela se distingue dos precedentes em aspectos relevantes. Em primeiro lugar, por não envolver a negociação por um *insider* primário, mas por alguém que não se enquadra em nenhuma das hipóteses do caput do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, mas que supostamente recebeu a informação. Não há, portanto, qualquer disposição regulamentar que nos permita presumir o acesso²¹.

57. A segunda distinção é ainda mais importante e reside no fato de que nos precedentes não havia dúvida quanto à existência da informação, mas sobre a sua relevância. No caso em tela, contudo, a questão vai além da possibilidade de se presumir a relevância de determinada informação em razão do fato de o seu detentor ter decidido negociar. Com efeito, subscrever a tese acusatória e concluir pela prática do ilícito, ao menos durante todo o período em que esse alegadamente foi praticado, requer que se presuma, inclusive, a existência da informação.

¹⁹ Nesse sentido, a Suprema Corte dos Estados Unidos opinou que “trading and profiting by insiders can serve as an indication of materiality”. In *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

²⁰ Como adverte Stephen Bainbridge: “[a] major issue in insider trading cases is whether the allegedly illegal insider trading can serve as proof that the facts on which the insider traded were material. The problem, of course, is the potential for bootstrapping: if the allegedly illegal trade proves that the information is material, the materiality requirement becomes meaningless – all information in the defendant’s possession when he or she traded would be material”. BAINBRIDGE, Stephen. *Securities Law – Insider Trading*, 2nd ed. Nova York: Foundation Press, 2007, p. 36.

²¹ Vale lembrar, inclusive, que o artigo 13, §2º, da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece uma presunção de acesso à informação privilegiada para os administradores da companhia. A regra, no entanto, se aplica somente aos “administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento”. Sobre o regime de presunções da Instrução CVM nº 358/2002 e, mais especificamente, sobre a regra do §2º do artigo 13 do referido regulamento, remeto-me ao que escrevi no artigo “O Regime de Presunções da Instrução CVM nº 358/2002: Análise Crítica”. In: YARSHELL, Flávio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário – Volume III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 261-262.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

58. Como proceder em situações como essa, em que existem indícios da prática de ilícito, mas esses não são múltiplos, consistentes e convergentes? Não enxergo outra solução que não concluir que pela improcedência da acusação. O ônus de demonstrar a autoria e materialidade é sempre de quem acusa. Em homenagem ao princípio da presunção de inocência, os casos de dúvida devem sempre ser resolvidos em favor do acusado.

59. Ante todo o exposto, concluo que a SMI não comprovou que Jaime Rebelo violou o disposto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

V. CONCLUSÃO

60. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Jaime Augusto da Cunha Rebelo de todas as acusações a ele imputadas neste PAS.

É como voto.

Rio de Janeiro, 8 de outubro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator