



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 19957.007486/2018-73

Reg. Col. nº 1312/19

Acusado: Edison Cordaro

Assunto: Apurar eventual responsabilidade em virtude de (i) negociação de ações com base em informações privilegiadas, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002; (ii) não envio à CVM dos formulários de valores mobiliários negociados e detidos por administradores, em infração ao art. 11, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002; e (iii) falha informacional no formulário de referência, em infração aos arts. 14 e 24 c/c item 12.5 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009

Diretor Relator: Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

1. Além de outras duas acusações¹, este Processo² apura se o Acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores da J.B. Duarte, negociou ações de emissão da Companhia de posse de informação privilegiada, no período de 15 (quinze) dias antecedente à divulgação do ITR de 31.03.2017, prática conhecida como *insider trading*, em suposta infração ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.
2. Embora acompanhe o voto do Diretor Relator pela condenação do Acusado, tenho

¹ Este Processo também apura as seguintes responsabilidades: (i) não envio dos formulários de valores mobiliários negociados e detidos por administradores da Companhia, relativos aos meses de setembro e outubro de 2017, em suposta infração ao art. 11, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002; e (ii) falha informacional no formulário de referência da Companhia de 2018, em suposta violação aos arts. 14 e 24 c/c item 12.5 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009.

² Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste Processo.



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

entendimento distinto daquele apresentado pelo Relator quanto a um aspecto importante da fundamentação de seu voto: o regime legal das vedações à negociação de valores mobiliários, refletido nos comandos previstos no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 e no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002. Em julgamentos anteriores, tive a oportunidade de esclarecer meu entendimento sobre o assunto³, o qual se mantém inalterado. Aliás, e a bem da verdade, a evolução das discussões sobre o assunto nesta Autarquia somente reforçou a linha de pensamento que me parece mais convincente, como passo a explicar.

3. No caso sob discussão, a informação relevante consiste nos resultados preliminares não auditados referentes ao primeiro trimestre de 2017 da Companhia, os quais, conforme reconhecido pela defesa, foram enviados ao Acusado, em agosto daquele ano, em razão do cargo que ocupava. Como se viu, o Acusado negociou ações de emissão da Companhia nos dias 11, 13, 15, 18, 19, 20, 21 e 22.09.2017 e o ITR veio a ser divulgado em 25.09.2017.

4. É incontroverso que o Acusado teve acesso aos resultados preliminares da Companhia e negociou ações de sua emissão de posse de tais informações. Em sua defesa, o Acusado não apresentou contraindícios suficientes que pudessem afastar o elemento subjetivo do tipo, qual seja, a intenção de obter vantagem por meio da negociação com os valores mobiliários emitidos pela Companhia anteriormente à divulgação do ITR. Diante disso, não parece haver dúvidas a respeito da ilicitude da conduta do Acusado.

5. Contudo, e como já tive a oportunidade de observar em votos anteriores, o correto enquadramento da conduta ilícita do Acusado dispensa qualquer análise de superação, pela acusação, de uma suposta presunção relativa estabelecida pelo art. 13 § 4º da Instrução CVM nº 358/2002. Isto porque, a meu ver, inexistente tal presunção. O que há, isto sim, é uma vedação autônoma, que, por não ter sido inserida no local mais adequado da Instrução, foi tomada por presunção relativa.

6. Aliás, esta CVM veio a reconhecer a necessidade de aprimoramento na redação da norma

³ Conforme as minhas manifestações de voto no âmbito dos Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, j. em 19.06.2018, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. em 27.11.2018, e em Reunião do Colegiado realizada em 24.04.2018.



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

e, no âmbito da de reforma da Instrução CVM nº 358/2002⁴, submetida à audiência pública⁵, em 31.08.2020, propôs ajuste redacional com objetivo de afastar a controvérsia⁶.

7. Seja como for, até que se conclua o processo de alteração normativo – e a redação definitiva ainda haverá de ser discutida e deliberada por este Colegiado –, os casos serão julgados com base na norma em vigor, e, portanto, os esclarecimentos que faço neste voto se justificam.

8. Conforme explicado pelo Diretor Relator em seu voto, o Colegiado construiu o entendimento de que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece um mecanismo de presunções, segundo o qual está autorizado a não mais do que presumir, conforme o caso, a existência de informação privilegiada (presunção de relevância), sua posse por determinadas pessoas (presunção de acesso) ou, ainda, a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida (presunção de uso). Tal mecanismo foi criado com o objetivo de “*modular e equalizar a divisão do ônus probatório em temas relacionados a negociações de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro com base em informações privilegiadas*”⁷.

9. Como contrapartida a essas presunções, e ainda de acordo com o entendimento que vem prevalecendo, o regulador admite que o acusado pela prática de *insider trading* apresente provas, ou um conjunto robusto de contraindícios, suficientes para afastar cada uma dessas presunções,

⁴ De acordo com o Edital de Audiência Pública SDM 06/2020, o principal objetivo da reforma era “(i) aproximar a redação da Instrução CVM nº 358, de 2002, no trecho em que trata de negociações por insiders, da interpretação historicamente consolidada na CVM sobre o tema, ou seja, substituindo menções que sugerem a existência de vedações à negociação por presunções relacionadas à possível prática de uso indevido de informações privilegiadas, (ii) buscar criar uma vedação autônoma à negociação, por tais agentes, nos dias imediatamente anteriores à divulgação de informações trimestrais e anuais, a qual independe da existência de informação que se configure relevante nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, pendente de divulgação, ou da intenção em relação à negociação e (iii) flexibilizar o regime dos planos de investimento e na obrigatoriedade de manutenção de políticas de divulgação de informações pelas companhias abertas”.

⁵ Audiência Pública SDM 06/2020.

⁶ A propósito, no âmbito do PAS CVM nº RJ2015/13651, ressaltai que: “*não vejo como me filiar à tese de que o regime de presunções poderia recair também sobre a vedação prevista no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02. Apesar disso, reconheço não se tratar de questão incontroversa, frente à interpretação do art. 13, §4º no sentido oposto, já bastante consolidada por reiteradas decisões do Colegiado fundadas em argumentos refletidos. 50. Diante da controvérsia existente, e reconhecida não somente por quem vê mais razões para se enxergar no art. 13, §4º, uma vedação autônoma como por quem estende a tal dispositivo as presunções aplicáveis ao art. 13 como um todo, me parece conveniente e oportuna uma revisão do texto da Instrução CVM nº 358/02, de modo a trazer clareza para a norma. Em tal esclarecimento normativo, caberia ao regulador, a meu ver, reforçar o caráter de vedação autônoma do §4º*”.

⁷ Conforme o voto do 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
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

atestando a regularidade da sua conduta. Na ausência desse regime, a dificuldade de o regulador demonstrar a caracterização do uso desleal de informação privilegiada poderia até inviabilizar a punição desses ilícitos.

10. Entretanto, apesar desse esforço interpretativo desenvolvido e razoavelmente aceito pelo Colegiado ao longo dos últimos anos, acredito haver boas razões para uma maior reflexão sobre a interpretação do comando constante no art. 13, §4º, notadamente se deveria estar sujeito a esse regime de presunções reiteradamente aplicado às vedações criadas pelo art. 13 de forma geral.

11. Como se sabe, a Instrução CVM nº 358/2002 contém, em seu art. 13, um dispositivo específico (§4º) destinado a tratar exclusivamente da vedação à negociação de valores mobiliários da companhia, no período de 15 (quinze) dias que anteceder à divulgação de suas informações financeiras.

12. Note-se bem: a existência de um dispositivo destinado a tratar exclusivamente das informações financeiras trimestrais, ou anuais, é uma sinalização relevante de que o regulador entendeu se estar diante de uma hipótese especial, que merecia tratamento apartado das demais situações abarcadas pelo *caput* e pelo §1º⁸ do art. 13. Se quisesse o regulador dar o mesmo tratamento a essas situações, o §4º sequer seria necessário porque já estaria contemplado pelo *caput* e por seu §1º.

13. A primeira razão que pode, a meu ver, ter motivado a opção do regulador pela desvinculação dessas situações é que, enquanto o *caput* e o §1º abrangem um leque muito amplo de informações relevantes, o §4º circunscreve-se a uma única espécie de informação relevante,

⁸ “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
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

quais sejam, “*as informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP)*”.

14. O segundo e principal fundamento que justifica a separação dessas regras reside na natureza das informações relevantes a que se referem. Atos e informações relevantes divulgadas por meio de avisos de fato relevante são, na sua origem, *eventuais*, o que dificulta, quando não inviabiliza, definir o exato momento em que serão divulgadas ao mercado.

15. As informações financeiras de uma companhia aberta, por outro lado, são, por definição, informações *periódicas* que esta CVM impõe sejam divulgadas dentro de prazos determinados⁹.

16. A interpretação no sentido de que o §4º do art. 13 traz uma vedação absoluta ofereceria aos regulados maior clareza sobre os limites de suas condutas, sem onerá-los desproporcional e irrazoavelmente, uma vez que o período de vedação é breve e muito bem delimitado¹⁰.

17. Além de tais motivos, entendo que as peculiaridades das demonstrações financeiras, que não se verificam necessariamente nas demais categorias de informações relevantes abrangidas pelo *caput* e pelo §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, justificam o tratamento diferenciado dado por esta Instrução.

18. É a partir das demonstrações financeiras que os acionistas e o mercado em geral têm conhecimento dos ganhos e perdas da companhia e das expectativas e riscos a que estão sujeitos. Representam, pois, 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 não existe no caso das demonstrações financeiras.

19. Além disso, por sua natureza, as demonstrações financeiras demandam bastante tempo

⁹ De acordo com a Instrução CVM nº 480/2009, as informações trimestrais devem ser divulgadas em até 45 dias contados da data de encerramento de cada trimestre e em até três meses do encerramento do exercício social, no caso das demonstrações financeiras anuais. Além de tais períodos, as companhias divulgam, em seu calendário de eventos corporativos, as datas exatas em que tais informações serão disponibilizadas ao mercado. Ou seja, diferentemente de outros atos ou fatos relevantes, sabe-se, com precisão suficiente, quando essas informações estarão disponíveis aos acionistas e ao mercado em geral.

¹⁰ Este entendimento está em linha, inclusive, com regras adotadas por outras jurisdições que estabelecem verdadeira proibição à negociação de valores mobiliários dentro de um período determinado que antecede a divulgação das informações financeiras da companhia, como, por exemplo, da União Europeia (Regulamento (EU) nº 596/2014).



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

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 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.

20. 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.

21. O entendimento que me parece alinhado ao sistema da norma já havia sido corroborado por esta Autarquia em 2006, quando submeteu à audiência pública algumas propostas de alteração à Instrução CVM nº 358/2002¹¹⁻¹².

22. Conforme constou do Edital de Audiência Pública nº 08/2006, dado “o **impedimento** à negociação de ações no período de 15 (quinze) dias anteriores à divulgação de formulários ITR, DFP e IAN (art. 13, §4º)”, as “regras do Plano de Reinvestimento poderiam levar, em certas hipóteses, a que **houvesse negociações durante o período de vedação do §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358**, de forma que se fazia necessária a autorização da CVM” para afastar a vedação nesses casos.

23. O conteúdo da consulta apresentada à CVM e o texto do Edital de Audiência nº 08/2006 deixam inequívoco que não apenas os participantes do mercado, mas a própria CVM, interpretavam, ao menos nos primeiros anos de vigência da Instrução CVM nº 358/2002, a vedação prevista no §4º como uma vedação absoluta, considerando os sujeitos indicados na

¹¹ Dentre essas propostas estava a “*permissão para que, atendidas certas condições, os administradores e demais pessoas vinculadas à companhia aberta p[udessem] negociar ações de emissão da própria companhia no período de 15 dias anterior divulgação dos formulários ITR, DFP e IAN, em conformidade com o plano de reinvestimento de dividendos, ou juros, sobre capital próprio aprovado pela companhia (artigos 13 e 15)*”.

¹² A proposta de alteração foi motivada por consulta apresentada ao Colegiado por uma companhia aberta que solicitava o afastamento do impedimento previsto pelo §4º “*para administradores e outras pessoas vinculadas participantes de plano, instituído pela companhia, de reinvestimento automático de dividendos e juros sobre capital próprio em ações de sua emissão (“Plano de Reinvestimento”)*” (Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/8456, Dir. Rel. Pedro Marcilio).



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

norma *impedidos* de negociarem ações da companhia nos 15 dias anteriores à divulgação das suas informações financeiras ao mercado.

24. Não por acaso, esta CVM realizou a Audiência Pública SDM 06/2020, por meio da qual propôs tratar mais explicitamente como vedação autônoma, com caráter objetivo, a restrição à negociação de valores mobiliários das companhias, no período de 15 (quinze) dias antecedentes à divulgação de informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP), independentemente da existência de informação que se configure relevante nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002, pendente de divulgação, ou da intenção em relação à negociação.

25. Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública SDM 06/2020¹³ propôs a inclusão do artigo 14-A com a seguinte redação:

*“Art. 14-A. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária **não poderão efetuar qualquer operação, por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados**, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia.*

*§ 1º **A proibição de que trata o caput independe da avaliação quanto à existência de informação relevante pendente de divulgação ou da intenção em relação à negociação.***

§ 2º A contagem do prazo referido no caput deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação, porém os negócios com valores mobiliários só podem ser realizados nesse dia após a referida divulgação”.

26. Em decorrência da proposta de inclusão deste artigo, esta CVM também propôs a exclusão do §4º do art. 13 e a inclusão, na Instrução CVM nº 607/2019, de hipótese de infração administrativa prevista no grupo I do seu Anexo 63. Como consequência, a vedação à negociação inserida na proposta do art. 14-A substituiu a vedação já prevista na Instrução CVM nº 358/2002.

27. Por fim, assim como me manifestei no PAS CVM nº RJ2015/13651, esta vedação é

¹³ O prazo para manifestação do público encerrou-se em 13.11.2020 e os comentários ainda estão em fase de análise pela SDM.



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

conveniente na medida em que confere maior clareza quanto aos limites regulatórios para a negociação e, com isso, maior segurança para o mercado de capitais e, ainda, evita que o regulador seja confrontado por casos nos quais, consideradas as circunstâncias, será muito mais provável que tenha havido o uso indevido de informação privilegiada do que o contrário.

28. Pelas razões acima apresentadas, entendo que a tese de que o regime de presunções poderia recair também sobre a vedação prevista no §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 não captura o correto sentido da norma. Trata-se, a meu ver, não de uma presunção relativa, mas de vedação.

29. De todo modo, minha divergência com relação a um ponto da fundamentação não prejudica minha integral concordância com as conclusões do voto do Diretor Relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de maio de 2021.

Marcelo Barbosa

Presidente