



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 RJ2017/4719

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.009486/2017-27)

Reg. Col. 1014/18

Acusados: Fundo de Investimento Multicrédito Crédito Privado LS Investimento no Exterior
Banco BTG Pactual S.A.
Legan Xpres Total Return Fundo de Investimento Multimercado
Ashmore Brasil Gestora de Recursos Ltda.
José Affonso Araújo de Mello

Assunto: Apurar responsabilidades pela ocorrência de vendas a descoberto em período que antecedeu à data de fixação do preço em oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi S.A. e concomitante subscrição na oferta (em alegada infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012).

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SRE em face dos Acusados², por terem (i) realizado vendas a descoberto no período compreendido entre a data de fixação do preço em oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi e os cinco pregões que a antecederam; e (ii) subscrito ações na referida Oferta, em alegada infração ao disposto no art. 1º da ICVM nº 530/2012³, a qual dispõe sobre regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, e, ainda, no caso dos gestores dos fundos de investimento, combinado com o art. 65-A, inciso I, da ICVM nº 409/2004⁴, vigente à época dos fatos.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² Originalmente, figuraram neste PAS nove acusados. Um deles foi excluído do processo e outros três celebraram Termos de Compromisso, como refletido no Relatório. Assim, este voto tem por objeto apenas as infrações imputadas aos Acusados que são submetidos a julgamento nesta data.

³ Art. 1º Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.

⁴ Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo



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. Os principais marcos cronológicos que interessam ao deslinde deste caso são:
 - (i) em 19.02.2014, a Oi protocolou na CVM pedido de registro de oferta pública de distribuição primária de ações OIBR3 e OIBR4, incluindo ações sob a forma de ADS, representadas por ADR, com realização simultânea, no Brasil e no Exterior;
 - (ii) foi estabelecido o período compreendido entre os dias 10 e 24.04.2014, para que os interessados realizassem as suas reservas, tanto prioritárias quanto de varejo;
 - (iii) em 28.04.2014, foi encerrado o procedimento de *bookbuilding*, com a fixação do preço por ação;
 - (iv) em 29.04.2014, a CVM concedeu o registro da Oferta; e
 - (v) em 06.05.2014, a Companhia divulgou o “Anúncio de Encerramento da Oferta”.

3. A partir de levantamento realizado⁵, a SRE identificou investidores que detinham posições emprestadas em ações de emissão da Companhia e que indicavam um possível descumprimento da ICVM nº 530/2012 por terem realizado vendas a descoberto com ações OIBR3 ou OIBR4 no período imediatamente precedente à Oferta.

4. Consoante o mapa de operações com as ações OIBR3 e OIBR4 apresentado à época pela BM&FBovespa, a SRE verificou que:
 - (i) o Fundo LS, gerido pelo Banco BTG, efetuou vendas a descoberto de ações OIBR4, no período compreendido entre os dias 17.04 e 28.04.2014, que antecederam à Oferta, e subscreveu um total de 32.944.851 ações da mesma espécie na Oferta, o que foi possível na medida em que o fundo manteve posição vendida (em média 52.400 OIBR4), entre 17.04 e 28.04.2014, ao mesmo tempo em que detinha ações emprestadas da mesma espécie no BTC (em média 1.850.000), no mesmo período;
 - (ii) o Fundo LX, gerido por AZ Legan, vendeu 40.000 ações OIBR4 no dia 22.04.2014 e vendeu mais 200.200 ações no dia 25.04.2014. No dia 30.04.2014, tomou no BTC a exata quantia de 200.200 ações e subscreveu um total de 171.958 OIBR4;
 - (iii) o Fundo Ashmore, gerido pela Ashmore Brasil, realizou vendas a descoberto de 165.000 OIBR4 no período imediatamente anterior à Oferta, ao mesmo tempo em que aumentou sua posição tomada em ações emprestadas no BTC (406.200 OIBR4) e subscreveu 394.691 OIBR4 na Oferta; e
 - (iv) José Araújo realizou vendas líquidas de 118.000 OIBR3, no período entre os dias 17 e 28.04.2014, enquanto, no dia 02.05.2014, aumentou sua posição tomadora de empréstimo para 79.101 OIBR3, operações que, analisadas em conjunto,

homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão.

⁵ Para tanto, a SRE verificou os negócios do mercado à vista da BM&FBovespa com ações OIBR3 e OIBR4, entre os dias 17.04 e 28.04.2014, bem como os dados sobre os contratos de empréstimos de ações de emissão da Oi e vendas de contratos e operações a termo no BTC até o dia 02.05.2014.



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

www.cvm.gov.br

representaram, na visão da Acusação, vendas a descoberto, ao mesmo tempo em que o acusado participou da Oferta adquirindo 39.083 ações OIBR3.

5. Como apontado pela SRE, o art. 1º da ICVM nº 530/2012 veda a “*aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto [“short selling”] da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem*”.

6. O dispositivo atinge investidores que efetuaram vendas a descoberto no referido período anterior à realização de oferta pública de distribuição de ações e, na sequência, subscreveram ações na oferta, não se aplicando, por força do disposto na própria ICVM nº 530/2012, a operações executadas por formadores de mercado da ação objeto e operações de investidores que viessem a ser cobertas com ações adquiridas em mercado em até dois pregões antes da data do *pricing*.

7. Ainda de acordo com a SRE, essas operações acarretam, geralmente, a queda de preços das ações das companhias que estejam realizando tais ofertas públicas. Assim, apesar das justificativas apresentadas pelos Acusados na fase investigativa, na visão da Acusação, a ICVM nº 530/2012 é clara no sentido de que é vedada a realização de vendas a descoberto no período dos cinco pregões anteriores ao da data de fixação do preço da Oferta e as justificativas dadas pelos investigados não se enquadravam nas exceções contidas no parágrafo 4º do art. 1º da Instrução, razão pela qual foram acusados de terem infringido o disposto no art. 1º da ICVM nº 530/2012.

8. Adicionalmente, a SRE concluiu que cabia aos gestores dos fundos acima referidos a administração dos ativos financeiros geridos sob sua responsabilidade, de acordo com o art. 56⁶ da ICVM nº 409/2004, vigente à época dos fatos, de modo que também deveriam responder pela infração, ao lado dos próprios fundos, em função do disposto no artigo 65-A, I, dessa Instrução.

9. Assim, os fundos e seus respectivos gestores foram acusados por infração aos dispositivos em questão. Observo, todavia, que, como detalhado no Relatório, o Fundo Ashmore foi excluído deste PAS, por ter sido incorporado por outro fundo. Por sua vez, AZ Quest, sucessora por incorporação da gestora AZ Legan, celebrou Termo de Compromisso com a CVM, tendo sido o PAS arquivado em relação à referida Acusada⁷. Com isso, a acusação prosseguiu em face do Fundo LS e seu gestor, Banco BTG, do Fundo LX, da Ashmore Brasil e de José Araújo.

⁶ Art. 56. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. (...) § 2º Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para: I – negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo.

⁷ Além de AZ Quest, também celebraram Termo de Compromisso com a CVM os acusados Credit Suisse e UBS AG, London Branch, acarretando, do mesmo modo, o arquivamento do processo em relação aos referidos compromitentes.



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

10. Passo, então, ao exame das imputações feitas aos Acusados.
11. Começo pela análise das preliminares processuais arguidas. Em seguida, analiso as razões de mérito no tocante às infrações imputadas aos Acusados.

II. PRELIMINARES

a) Extinção da punibilidade da acusada Ashmore Brasil Gestora de Recursos Ltda.

12. O ex-sócio da acusada Ashmore Brasil compareceu aos autos⁸ para informar que a referida sociedade (i) havia sido dissolvida, conforme instrumento de distrato social celebrado em 27.11.2015, devidamente registrado na Junta Comercial do Estado de São Paulo; e (ii) antes disso, havia obtido o cancelamento de seu registro para administração de carteira de valores mobiliários, que foi deferido pela CVM, conforme publicação do Diário Oficial de 13.10.2015.

13. Desse modo, o ex-sócio requereu a extinção da punibilidade da Ashmore Brasil, considerando que houve a extinção da pessoa jurídica da gestora e diante da impossibilidade de eventual sanção administrativa ultrapassar a pessoa da acusada.

14. Entendo que assiste razão ao requerente. Diferentemente dos casos em que a acusada, pessoa jurídica, é sucedida por outra em seus direitos e obrigações, como, por exemplo, em decorrência de incorporação; neste caso, com a dissolução da Ashmore Brasil, cessou por completo a existência da pessoa jurídica sem que nenhuma outra a sucedesse.

15. Tratando-se de processo administrativo sancionador, em linha com precedentes do Colegiado⁹, e não tendo sido evidenciada má-fé ou fraude do ato, com o objetivo de se furtar da ação sancionadora da CVM, não cabe responsabilizar os ex-sócios da Ashmore Brasil pelas condutas atribuídas pela Acusação exclusivamente à referida sociedade, dissolvida antes mesmo da instauração deste PAS¹⁰, impondo-se o reconhecimento da extinção de sua punibilidade.

b) Ilegitimidade Passiva do Fundo LS e do Fundo LX

16. A defesa alegou que o Fundo LS é parte ilegítima para figurar neste PAS, uma vez que não foi apontada, no Termo de Acusação, qualquer conduta a ele atribuível.

⁸ Doc. SEI 0488367.

⁹ PAS CVM nº 06/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 22.03.2011; PAS CVM nº 21/2006, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 07.08.2012.

¹⁰ Ainda que a Acusada já tivesse ciência de uma apuração em curso, por ter sido intimada, na fase pré-sancionadora, a prestar esclarecimentos sobre os fatos em discussão, tampouco foram trazidas aos autos evidências de que a dissolução, ocorrida mais de um ano após tal evento, tenha se dado com o intuito de esquivar-se de um eventual processo sancionador, o que, de fato, veio a ocorrer posteriormente, com a instauração deste PAS no ano de 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

www.cvm.gov.br

17. Com efeito, a violação ao art. 1º da ICVM nº 530/2012 é imputável, em princípio, a investidores que, no período restrito, tenham efetuado vendas a descoberto de ações de uma companhia e, subsequentemente, tenham adquirido, em oferta pública de distribuição, ações de emissão dessa mesma companhia, afora as hipóteses permitidas pela própria norma.

18. No caso em análise, o Fundo LS figurava como comitente nas operações de vendas a descoberto de ações OIBR4, realizadas entre os dias 17.04 e 28.04.2014, e foi também quem adquiriu ações de mesma espécie no âmbito da Oferta, o que, ao ver da Acusação, justificou à imputação feita em face do Fundo LS.

19. A própria Acusação reconheceu, contudo, que o Banco BTG, como gestor do fundo, foi o “mentor e executor” das operações que ensejaram a infração, não tendo, de fato, sido imputada qualquer conduta ao fundo que não a realizada pelo gestor em nome do fundo nem foi atribuído ao Fundo LS benefício ou vantagem indevida, o que tampouco compõe o tipo administrativo em questão. Restou incontroverso que a gestão era atribuição do Banco BTG e, nesse contexto, entendo que a responsabilização pela alegada violação ao art. 1º, *caput*, da ICVM nº 530/2012 caberia apenas ao gestor, na medida em que lhe cabia com exclusividade o poder decisório acerca das referidas negociações em nome do fundo¹¹.

20. Assim, em sede de preliminar, cabe reconhecer que, se infração houver, a acusação deve voltar-se ao referido gestor, também acusado neste PAS, à luz de sua responsabilidade pela decisão de realizar as vendas a descoberto e, da mesma forma, pela decisão de participar da Oferta.

21. Nesse sentido, aliás, dispunha a ICVM nº 409/2004, vigente à época dos fatos, “o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis”¹².

¹¹ Nos termos do art. 56, § 2º, da ICVM nº 409/2004: § 2º *Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para: I – negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo; (...)*. Por sua vez, o item (ii) do art. 2º do regulamento do Fundo LS dispunha que: “A gestão da carteira do FUNDO é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, tendo poderes para (i) negociar, em nome do FUNDO, os ativos financeiros que compõem a sua carteira” (Doc. SEI 0361185).

¹² Cf. art. 57, §5º, da ICVM nº 409/2004. A ICVM nº 555/2014, que atualmente regula o tema, mantém disposição idêntica, em seu art. 79, §4º. Entende-se que o referido dispositivo regula a responsabilidade administrativa do administrador e dos prestadores de serviço por ele contratados, dentre os quais o gestor do fundo. Neste sentido: “Essa separação entre responsabilidade civil e administrativa é clara na instrução 409: enquanto o § 2º do art. 57 determina a necessidade de contratação com cláusula de responsabilidade civil solidária, e o § 3º explicita o fato de que apesar de contratar o gestor, o administrador continuará respondendo civilmente por seus atos próprios, o § 5º trata da responsabilidade administrativa, nos seguintes termos: “§5º Sem prejuízo do disposto no §2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus



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

22. No caso da vedação prevista na ICVM nº 530/2012, a própria norma, no §3º do art. 1º, reconhece, para os fins nela colimados, o protagonismo da conduta do gestor, quando as operações vedadas são decididas pela atuação desse profissional, corroborando o entendimento de que o fundo será, em regra, parte ilegítima para responder administrativamente por eventuais irregularidades por operações da espécie praticadas em seu nome.

23. Em textual: “§ 3º Fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor não serão considerados como um único investidor para efeito do disposto neste artigo, desde que as operações estejam enquadradas nas respectivas políticas de investimento de cada fundo” (grifos aditados)¹³. A contrário senso, se o gestor tomar tais decisões sem amparo nas referidas políticas de investimento, responderá pela infração ainda que as operações tenham sido celebradas por fundos (i.e investidores) diferentes. É evidente, portanto, o foco da norma no tomador das decisões que determinam a realização das operações em questão.

24. Ademais, cabe destacar que as mesmas conclusões são aplicáveis ao Fundo LX, tendo em vista que a gestão discricionária desse fundo também estava exclusivamente a cargo de sua gestora, que foi acusada neste PAS e não está sendo julgada nesta oportunidade em razão de, como já dito, ter celebrado Termo de Compromisso.

25. Mesmo que não tenha havido alegação nesse sentido por parte da defesa, é cabível o reconhecimento, de ofício, da ilegitimidade passiva do Fundo LX para figurar no rol de acusados deste PAS, por se tratar de matéria de ordem pública.

26. Vale, ainda, registrar que, como informado na defesa conjunta, o Fundo LX foi encerrado¹⁴, o que foi evidenciado com a juntada de termo de encerramento arquivado no Registro de Títulos e Documentos – RTD, cancelamento esse que também consta dos registros perante a

próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento e às disposições aplicáveis. Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo §2º, a norma do §5º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde por seus próprios atos e omissões” (PAS CVM nº RJ 2005/9245, Rel. Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. em 16.01.2007).

¹³ Isso não significa, porém, que fundos de investimento também não possam ser responsabilizados na esfera administrativa pela CVM. Em que pese serem os fundos de investimento entes despersonalizados, sua capacidade processual já foi reconhecida, inclusive, pelo Colegiado desta Autarquia, diante das características do caso concreto. Nesse sentido: “(...) os fundos, não obstante careçam tais estruturas de personalidade jurídica, posto terem a natureza jurídica de condomínio, conservam a capacidade postulatória, pelo que, em tese, podem ser autores ou réus em processos de qualquer natureza. Com efeito, não me parece que, ao mudarem os condôminos, neste caso, os cotistas, muda também o condomínio. Tampouco se há mudança do administrador. Até porque, no caso concreto, a imputação dá-se com relação à negociação no mercado de valores mobiliários” (PAS CVM nº 23/2000, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25.05.2010).

¹⁴ O Fundo LX foi encerrado, em 15.01.2018, conforme informado na defesa do acusado (vide nota de rodapé nº 1 da peça de defesa conjunta, Doc. SEI 0451991). No caso concreto, porém, não há que se discutir aspectos da culpabilidade do Fundo LX, dado que este sequer é parte legítima para responder pela infração que lhe foi imputada.



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

CVM. Assim sendo, ainda que não venha a prevalecer, neste julgamento, o entendimento acima no sentido de sua ilegitimidade passiva, caberia, a rigor, o reconhecimento da extinção de sua punibilidade.

c) Ausência de tipicidade da conduta praticada

27. A defesa do Banco BTG alegou que as condutas praticadas foram atípicas, não havendo como penalizá-lo com base no art. 1º da ICVM nº 530/2012.

28. Nesse sentido, argumentou que as vendas a descoberto de ações OIBR4 realizadas no período restrito pelo Fundo LS, por intermédio de seu gestor, não impediriam a posterior participação na Oferta, dadas as circunstâncias envolvidas no caso concreto, notadamente o fato de que as vendas a descoberto integravam estratégia de arbitragem.

29. Ocorre que tais alegações não dizem respeito à tipicidade aparente¹⁵ da conduta tida por irregular, a qual se encontra abstratamente prevista no art. 1º da ICVM nº 530/2012, e sim à interpretação da defesa a respeito do alcance da referida norma, vis-à-vis a intenção e o racional econômico envolvidos nas operações praticadas. Desse modo, a meu ver, a matéria se confunde com o próprio mérito da acusação, sendo descabido seu exame em sede preliminar.

30. Em outras palavras, não há que se falar em ausência de tipicidade quando a conduta praticada pelos acusados se amolda, abstratamente, à infração descrita na norma proibitiva¹⁶.

31. Consequentemente, voto pela rejeição dessa preliminar.

d) Ausência de dolo

¹⁵ Se fizermos um paralelo com o processo penal, tem-se que, segundo a profundidade da cognição, “a tipicidade pode dizer respeito às condições da ação (tipicidade aparente, segundo o afirmado na denúncia ou queixa) ou mérito (comprovação, após a instrução, dos fatos constitutivos do tipo penal). A distinção se torna ainda mais clara, ao se comparar o revogado art. 43 do CPP (LGL\1941\8), que tratava da rejeição da denúncia, com os casos de absolvição do art. 386 do CPP (LGL\1941\8). O inc. I do art. 43 previa que a denúncia ou queixa deveria ser rejeitada quando “o fato narrado evidentemente não constituir crime”. Já o art. 386, III, prevê que o acusado deverá ser absolvido quando “não constituir o fato infração penal”. Como se percebe facilmente, a atipicidade *prima facie*, apenas com base no que foi afirmado na denúncia, leva à carência da ação, com a consequente rejeição da denúncia. Já a análise aprofundada da tipicidade, depois da fase instrutória, é questão de mérito, que acarreta a absolvição” (BADARÓ, Gustavo Henrique Righi Ivahy. Rejeição da denúncia ou queixa e absolvição sumária na reforma do Código de Processo Penal: atuação integrada de tais mecanismos na dinâmica procedimental. Revista Brasileira de Ciências Criminais, vol. 76/2009, p. 123-180, Jan-Fev/ 2009).

¹⁶ Segundo explana Regis Fernandes de Oliveira, entende-se por tipicidade “a realização concreta do fato adequado à norma, onde se prevê a sanção” (OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Infrações e Sanções Administrativas. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p.20-21). Colhe-se na doutrina do processo penal que “definição jurídica do fato é a tipicidade, ou seja, o processo pelo qual o juiz subsume (sic) o fato ocorrido ao modelo legal abstrato da conduta proibida” (Guilherme de Souza Nucci, Código de Processo Penal Comentado, São Paulo: Forense, 2016, 15ª edição, p. 846).



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

32. A defesa do Banco BTG também argumentou que o acusado não agiu com dolo ao realizar as operações com as ações OIBR4, não sendo possível penalizá-lo com base em responsabilidade objetiva, tendo em vista a aplicabilidade do princípio da culpabilidade no âmbito do processo administrativo sancionador, da mesma forma que no direito penal.

33. Considero, porém, que tais argumentos também dizem respeito mais propriamente ao mérito da acusação.

34. De fato, ainda que se parta da premissa de que a intenção do acusado era tão somente a de pôr em prática uma estratégia de arbitragem, como alega, seria necessário decidir em que medida poderia ser responsabilizado ao agir sob tal motivação.

35. Em outras palavras, integra a análise de mérito a identificação dos elementos subjetivos pertinentes à infração imputada ao acusado, inclusive no tocante à alegada ausência de intenção (vontade), em razão terem sido as operações executadas por sistemas de informática automatizados (*robotrader*), motivo pelo qual voto por rejeitarmos a preliminar em questão.

e) Irretroatividade da aplicação da norma e princípio da segurança jurídica

36. Ainda em sede preliminar, pleiteia o Banco BTG que não seja aplicada retroativamente, para alcançar a prática de que trata este PAS, eventual interpretação do Colegiado no sentido de que o art. 1º da ICVM nº 530/2012 engloba vendas a descoberto como parte de estratégia de arbitragem, sob pena de ferir o princípio da segurança jurídica e o disposto no *caput* e no inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 9.784, de 29.01.1999.

37. Ocorre que uma decisão quanto a eventual (ir)retroatividade do entendimento do Colegiado demandaria que o mérito da acusação tivesse sido analisado e o acusado condenado pela infração que lhe é imputada.

38. Seria necessário, ademais, que, no bojo dessa análise, o Colegiado confirmasse o entendimento trazido pela defesa acerca do alcance da manifestação proferida pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) no âmbito da AP SDM nº 04/2012, em que se discutiu minuta de instrução que veio a originar a ICVM nº 530/2012 (“Minuta de ICVM 530”), e de seus efeitos, à luz do princípio da segurança jurídica, e reconhecesse, a partir daí, estar-se, no julgamento deste PAS, diante de “nova interpretação” da norma, para os fins dos dispositivos da Lei nº 9.784/1999 supramencionados.

39. Como se vê, a definição dos efeitos da decisão depende do julgamento do mérito do processo, razão pela qual voto pela rejeição também dessa preliminar.

40. Passo, assim, à análise de mérito.



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

III. MÉRITO

III.1 – Defesa do Banco BTG

a) Vendas a descoberto no contexto de arbitragem

41. A defesa do Banco BTG alegou, em apertada síntese, que as vendas de ações realizadas no período restrito, envolvendo ações de emissão da Oi, não deveriam ser consideradas vendas a descoberto, pois teriam sido executadas como parte de estratégia de arbitragem do Fundo LS.

42. Nesse sentido, a defesa argumentou que, no âmbito da AP SDM nº 04/2012, a ANBIMA teria sugerido o acréscimo de dispositivo, na Minuta de ICVM 530, para incluir menção a operações de arbitragem que não resultassem na tomada de posição direcional quanto ao risco do papel (i.e., que não guardassem relação com posterior aquisição proprietária) entre aquelas expressamente não alcançadas pela vedação prevista na norma, tendo, porém, a sugestão sido considerada desnecessária, sob o argumento, consignado no respectivo Relatório de Análise, de que *"operações envolvidas numa estratégia de arbitragem não configuram venda a descoberto quando consideradas em conjunto"*.

43. Mais especificamente, o Banco BTG informou que as operações a descoberto com ações de emissão da Oi foram oriundas de uma estratégia de arbitragem de carteira de índices, em que o fundo estava comprado em índice futuro e vendido nos ativos que o compunham.

44. Consequentemente, o acusado considerou não ter infringido a ICVM nº 530/2012, ao adquirir, na sequência, ações de emissão da Oi na Oferta. Segundo a defesa, se a intenção fosse coibir vendas a descoberto também no contexto de operações de arbitragem, a regra deveria ter sido clara nesse sentido, dada a impossibilidade de se interpretar regras punitivas *in malam partem*, especialmente se se considerar o entendimento expresso pela CVM no Relatório da AP SDM nº 04/2012, de modo que, na ausência de regra punitiva expressa, a arbitragem realizada pelo Banco BTG, como gestor do Fundo LS, constituiria operação permitida pela regulamentação.

45. Não alcanço, entretanto, o mesmo entendimento.

46. Declaradamente inspirada na Rule 105¹⁷, editada pela Securities and Exchange

¹⁷ Rule 105 (“Short Selling in connection with a public offering”) (a) Unlawful activity. In connection with an offering of equity securities for cash pursuant to a registration statement or a notification on Form 1-A (§ 239.90 of this chapter) or Form 1-E (§ 239.200 of this chapter) filed under the Securities Act of 1933 (‘offered securities’), it shall be unlawful for any person to sell short (as defined in § 242.200(a)) the security that is the subject of the offering and purchase the offered securities from an underwriter or broker or dealer participating in the offering if such short sale was effected during the period (“Rule 105 restricted period”) that is the shorter of the period: (1) Beginning five business days before the pricing of the offered securities and ending with such pricing; or (2) Beginning with the initial filing of such registration statement or notification on Form 1-A or Form 1-E and ending with the pricing”.



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

Commission dos Estados Unidos da América (“SEC”), e a integrar a chamada Regulation M (que abrange um conjunto de regras anti-manipulação aplicáveis no contexto de ofertas públicas), a ICVM nº 530/2012 vedou, em seu art. 1º¹⁸, que investidores que tivessem realizado vendas a descoberto de ações que viessem a ser objeto de oferta pública de distribuição, no período correspondente à data da fixação do preço da oferta e os cinco pregões que a antecedem, pudessem adquirir ações no âmbito da referida oferta.

47. As exceções à proibição foram elencadas no §4º do mesmo dispositivo, que expressamente prevê que “*a vedação prevista no caput não se aplica nos seguintes casos*”: (i) operações realizadas por pessoas jurídicas no exercício da atividade de formador de mercado da ação objeto da oferta, conforme definida na norma específica; e (ii) operações posteriormente cobertas por aquisição em mercado da quantidade total de ações correspondente à posição a descoberto até, no máximo, dois pregões antes da data de fixação do preço da oferta.

48. As operações objeto deste PAS não se enquadram em qualquer dessas exceções. De outra parte, as vendas de ações efetuadas pelo acusado se amoldam ao conceito de “venda a descoberto” constante do §1º do art. 1º da ICVM nº 530/2012, em textual:

§1º Para os efeitos desta instrução, são consideradas vendas a descoberto aquelas realizadas por investidores que não sejam titulares das ações, ou cuja titularidade resulte de empréstimo ou outro contrato de efeito equivalente. (grifos aditados)

49. Restou incontroverso que o Fundo LS, por meio da atuação de seu gestor, participou da Oferta, adquirindo ações da mesma espécie de emissão da Companhia, ensejando, conseqüentemente, desconformidade com a regra prevista no art. 1º, *caput*, da referida Instrução.

50. Quanto à manifestação da SDM por ocasião da AP SDM nº 04/2012, entendo que não se presta a corroborar a argumentação trazida pelo acusado. Note-se, inclusive, que sequer se trata propriamente de uma exposição de motivos da Autarquia para edição da norma, muito menos de expressão de entendimento do Colegiado quanto à correta interpretação e ao alcance das normas editadas, mas sim de um elemento a mais a contribuir para a compreensão dos debates travados com os participantes da audiência pública ao tempo da edição de dada regulamentação.

51. Neste caso, ademais, pelo que extraio do relatório da AP SDM nº 04/2012, ao se referir à não inclusão de operações envolvidas numa estratégia de arbitragem no conceito de venda a descoberto, a SDM pressupôs, em linha com a própria manifestação da ANBIMA, que o investidor deteria, por meio de um conjunto de operações que reunidas comprovariam, em última análise,

¹⁸ Art. 1º Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.



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

acesso à titularidade sobre o ativo, uma exposição neutra a tal ativo que seria objeto de aquisição na oferta pública subsequente. Vale, a propósito, transcrever a íntegra da mencionada manifestação e da resposta da SDM:

“A ANBIMA, por concluir que as operações com arbitragem objetivam capturar distorções de preços de um mesmo valor mobiliário em diferentes mercados, em um determinado momento, sem que o investidor altere sua posição direcional ao risco do papel, ou seja, não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária, sugeriu a inclusão do inciso VII, com a seguinte redação:

“VII – operações de arbitragem que não resultem na tomada de posições direcionais ao risco dos valores mobiliários; e”

A CVM também considera essa exceção desnecessária, uma vez que as operações envolvidas numa estratégia de arbitragem não configuram venda a descoberto quando consideradas em conjunto.

Por exemplo, no caso de operações de arbitragem envolvendo mercados internacionais, o investidor poderá comprovar a titularidade das ações (ainda que estejam como lastro de Depository Receipts) adquiridas no mercado externo e não estará sujeito a penalidades.”

(grifos adotados)

52. Na hipótese referida como exemplo pela SDM, consideradas, em conjunto, as operações integrantes das duas pontas da referida estratégia de arbitragem, não se estaria, em essência, diante de uma venda a descoberto. Conseqüentemente, o acusado não estaria proibido de adquirir ações de emissão da Companhia na Oferta, motivo pelo qual a SDM considerou desnecessária a inclusão do texto sugerido pela ANBIMA, para excluir da referida vedação operações que já não constituíam, conceitualmente, venda a descoberto. Portanto, o que se discute, em realidade, é a aceção que o acusado atribuiu ao termo arbitragem na manifestação da SDM₂, no âmbito da AP SDM nº 04/2012.

53. De todo modo, admito, diante de variados significados que a expressão arbitragem pode ter na linguagem de mercado e da brevidade do texto da referida sugestão e respectivo comentário, que se não se possa tomar o quanto dito no Relatório de Análise da SDM como claramente assertivo e esclarecedor quanto a esse aspecto, a ponto de evitar quaisquer interpretações mais abrangentes acerca das hipóteses que se pretendeu excluir do conceito de venda a descoberto, como parece ter ocorrido no caso.

54. A meu ver, entretanto, não se pode fazer uma leitura descontextualizada da referida manifestação, para abranger outras estratégias de negócios que não tivessem o mesmo efeito ali mencionado, ainda que pudessem, em um sentido mais amplo do que o aludido pela SDM na audiência pública em questão, também ser consideradas estratégias de arbitragem.



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

55. As vendas a descoberto realizadas pelo Fundo LS, por meio da atuação do gestor Banco BTG, teriam ocorrido, segundo a defesa, no contexto de operação de arbitragem para acompanhamento de carteira de índice. Como apontado, operações de arbitragem com carteira índice não têm viés direcional e, portanto, têm efeito nulo na cotação dos valores mobiliários.

56. Sobre esse tipo de operação, especificamente, a ANBIMA também havia se manifestado nos seguintes termos na referida Audiência Pública:

“O participante defendeu que se a venda a descoberto foi realizada para acompanhar índice, o investidor não está focado especificamente em nenhuma ação, e sim em uma cesta composta por vários papéis. Logo, uma venda a descoberto com essas características não guarda relação com a posterior aquisição proprietária e não constitui prática manipulativa.”
(grifos aditados)

57. Ocorre que a SDM, em sua manifestação a respeito desse ponto específico, asseverou expressamente que “a CVM não considera pertinente a inclusão dessa exceção, pois o investidor não estará impedido de adquirir as ações em mercado” e que “técnicas utilizando estudos de correlação, que são amplamente utilizadas, também permitem que outros ativos sejam vendidos a descoberto para se atingir o objetivo de acompanhamento de índices”. Vale dizer, a resposta ao referido comentário deixa claro que não se considerou meritória a exceção pretendida, em que pese também se estivesse diante de uma estratégia de investimento tida como não direcional¹⁹.

58. Com efeito, a ICVM nº 530/2012, norma claramente adotada como instrumento de caráter sistêmico, não excepcionou da restrição à participação na oferta pública investidores que tivessem realizado vendas a descoberto no contexto de estratégias não direcionais. A SDM apenas admitiu, em seu relatório, não constituírem vendas a descoberto aquelas inseridas num contexto de arbitragem, “quando consideradas em conjunto”, ou seja, quando o investidor demonstrasse que havia adquirido o mesmo ativo²⁰ na outra ponta da operação, anulando o efeito da posição vendida, antes de participar da oferta pública²¹.

¹⁹ Diz-se não direcional no sentido de que o resultado da operação deve proceder apenas da relação entre os preços dos ativos envolvidos na estratégia e não da direção do mercado, o que, porém, não exclui o fato de que o investidor, na ponta vendida da operação, tem a expectativa de que o ativo se deprecie, enquanto, na posição comprada, a expectativa é a de que o ativo se valorize. Nesse sentido: “CULP e HEATON, in The Economics of Naked Short Selling: “Short sellers operate when they believe the price of a security will fall — in essence, they sell borrowed shares today at a high price and then pay back the lender with lower-priced shares in the future” (CULP, Christopher L., HEATON, J.B. The Economics of Naked Short Selling: Naked shorting is little different from permissible shorting. Cato Institute. 2008. Disponível em: <<http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2008/2/v31n1-6.pdf>>. Acesso em 18.05.2021).

²⁰ Como pressupunha a própria manifestação apresentada pela ANBIMA.

²¹ Interessante observar que solicitações similares foram apresentadas por ocasião da edição da Rule 105, nos Estados Unidos da América, mas restaram descartadas pela SEC, valendo citar, por exemplo (i) a manifestação apresentada pela Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA): “(...) In addition to the above recommendations,



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

59. Note-se que a referida norma não proibia que o Banco BTG operasse a descoberto com os papéis de emissão da Oi no período restrito, conforme a estratégia de investimento do Fundo LS, inclusive com respaldo no respectivo regulamento, de modo a agregar valor à carteira, e cumprindo com o dever de diligência esperado de um gestor profissional, como exigido pelos arts. 56 e 65-A da ICVM nº 409/2004, aplicáveis à época dos fatos.

60. Não havia, portanto, diferentemente do que sugere a defesa²², uma espécie de incompatibilidade entre observar a vedação do art. 1º da ICVM nº 530/2012 e atuar diligentemente na gestão do Fundo LS²³.

61. Porém, para que a vedação à participação na Oferta não incidisse, seria necessário que o referido investidor já tivesse coberto a posição vendida, com a realização de outras operações fora do âmbito da Oferta e anteriores ao *pricing*, o que, no caso, não foi demonstrado.

62. Por fim, cabe repisar que manifestações proferidas pelas áreas técnicas da CVM não vinculam o Colegiado, órgão competente para fixar o entendimento da Autarquia sobre a correta interpretação das normas por cuja aplicação em sede de julgamento de processos administrativos sancionadores é responsável. Não procede, conseqüentemente, ainda que se considerasse que a SDM tivesse se manifestado no sentido apontado pela defesa, a alegação de que eventual condenação do acusado representaria indevida aplicação retroativa de nova interpretação da ICVM nº 530/2012, em violação aos comandos da Lei nº 9.784/1999, acima referidos, e ao princípio da segurança jurídica, como alegado pela defesa.

SIFMA recommends that the Commission also provide exceptions from the proposed general prohibition on purchasing in an offering, to the extent that short sales effected during the Restricted Period were effected for certain defined purposes and not for the purpose of capturing a spread between the security's current market price and a lower offering price. These could include short sales effected in connection with: (i) convertible arbitrage; (ii) merger arbitrage; (iii) volatility trading; (iv) long/short strategies; (v) other hedging strategies; and (vi) bona-fide market making and customer facilitation activities. Should the Commission accept such an approach, SIFMA would urge the Commission to also be receptive to addressing, through exemptive relief, current or future strategies which may not fall under an enumerated exception but which also do not implicate the Rule's policy concerns" (grifos adotados). Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/s7-20-06/idhammerman9585.pdf>>. Acesso em 18.05.2021; e (ii) a manifestação apresentada por Millennium Partners, L.P.: "*Second, there may be many situations in which a market participant shorts during the restricted period with knowledge of the offering and subsequently wishes to participate in the offering, but the short was clearly not designed to manipulate such that it should be restricted under Rule 105. If, for example, a market participant sells short as part of an isolated hedging or statistical-based strategy without regard to the offering, the subsequent participation in the offering (whether decided by the same or different investment decision maker within the firm) should not be prohibited as manipulative conduct under Rule 105, as the short sales were not related to the offering in any way. Consequently, Millennium believes that short sales in connection with hedging, statistical-based strategies or other demonstrably independent strategies should not preclude participation in an offering*" (grifos adotados). Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/s7-20-06/s72006-14.pdf>>. Acesso em 18.05.2021.

²² O Banco BTG alega que não seria viável, para fins de cobertura da operação de arbitragem, utilizar técnicas de correlação nem negociar outro ativo que tivesse correlação alta com o ativo objeto da Oferta.

²³ Vide, a propósito, o item 31, subitens “n”, “o” e “p” do 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

www.cvm.gov.br

b) A ICVM nº 400/2003 permite a realização de operações de arbitragem por instituição intermediária participante de oferta pública

63. A defesa do Banco BTG, aduziu não fazer sentido que a instituição intermediária participante de oferta pública de distribuição de ações possa realizar operações de arbitragem, conforme expressamente permitido pela ICVM nº 400/2003, mas não possa, na condição de gestora, realizar a mesma operação com a finalidade de neutralizar a exposição do fundo a risco.

64. Ponderou que, em se concluindo que vendas a descoberto no contexto de operações de arbitragem (não direcionais) distorcem os preços, tais operações deveriam ser expressamente vedadas em qualquer cenário, especialmente no contexto de ofertas públicas de distribuição de ações e pelas pessoas nela envolvidas.

65. Ocorre que a vedação prevista na ICVM nº 530/2012 se distingue da regra do art. 48²⁴ da ICVM nº 400/2003, porque se dirige ao investidor (comitente final) e não limita a negociação com as ações de emissão da companhia objeto da oferta – diferentemente da vedação dirigida às instituições intermediárias da oferta que, em alguns casos, pode se alongar por meses²⁵ –, mas apenas impede que o investidor, que tenha vendido a descoberto nos últimos cinco pregões antes da precificação, ou naquela data, adquira ações no âmbito da respectiva oferta.

66. Ademais, ainda que, posteriormente à AP SDM 04/2012, a CVM, por ocasião da revisão da ICVM nº 400/2003, tenha admitido que as instituições intermediárias realizem operações de arbitragem no contexto de uma oferta pública²⁶, não se pode pretender estender para o regime da ICVM nº 530/2012 as novas flexibilizações que passaram a ser previstas no outro normativo, cujo objeto e destinatários são, nesse particular, distintos.

67. O acusado, aparentemente, se insurge contra o mérito da opção regulatória adotada.

²⁴ Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: (...) II – abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de: (...) i) arbitragem entre: 1. valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou 2. índice de mercado e contrato futuro nele referenciado (grifos aditados).

²⁵ Durante a AP SDM nº 04/2012, a ANBIMA chegou a sugerir alterações na Minuta de ICVM 530, com vistas a replicar certas exceções a negociação de valores mobiliários previstas no art. 48, inciso II da ICVM nº 400/2003 dentre as hipóteses em que seria permitido ao investidor participar de oferta pública ainda que tendo realizado vendas a descoberto no período restrito. As sugestões foram rejeitadas pela SDM, considerando o escopo de cada norma.

²⁶ Restritas a arbitragem entre valores mobiliários e seus certificados de depósito ou entre índice de mercado e contrato futuro nele referenciado (art. 48, inciso II, alínea “i”, da ICVM nº 400/2003, com redação dada pela ICVM nº 533, de 24.04.2013).



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

c) Dolo e Nexo de Causalidade

68. O acusado argumentou que não tinha qualquer intenção de causar uma queda no preço das ações OIBR4 nem de auferir um ganho com a operação, tendo, comprovadamente, feito vendas a descoberto de tais papéis no contexto da estratégia de arbitragem de carteira índice, de forma automatizada, em quantidade e valor irrelevantes, inclusive sem relação nenhuma com a Oferta, já que os investidores não sabiam se receberiam ações preferenciais ou ordinárias na Oferta e a quantidade de ações adquiridas posteriormente na Oferta pelo Fundo LS foi muito superior a quantidade vendida pelo Banco BTG no contexto da estratégia de arbitragem adotada na gestão da carteira do fundo.

69. Ademais, arguiu que, além de gestor do Fundo LS, era o coordenador líder da Oferta e assessor financeiro da Oi no contexto de operação com a Portugal Telecom e, assim, apesar de serem áreas diferentes do banco conduzindo a gestão do fundo e o envolvimento na Oferta e mesmo com todos os procedimentos de *chinese wall* adequados, a informação do forte relacionamento comercial do Banco BTG com a Oi e seu papel de coordenador líder da Oferta era público e bastante noticiado, de modo que não faria sentido que o Banco BTG, mesmo na qualidade de gestor do Fundo LS, atuasse maliciosamente para forçar a queda das ações da Oi em prejuízo do cliente e, indiretamente, de si próprio, pois tinham todo interesse no sucesso da Oferta.

70. Acrescentou que, na condição de intermediário da Oferta, não faria sentido, por conta das restrições a negociação pós oferta, que, no caso das regras brasileiras, incidem até a publicação do anúncio de encerramento, e, no caso das regras norte americanas, por período ainda maior, forçar a queda do papel (considerando uma potencial valorização pós *pricing*), se ficaria algum tempo impedido de negociar tais papéis, como de fato ficou, e, portanto, exposto a sua eventual valorização ou desvalorização.

71. A meu ver, tais circunstâncias não afastam a irregularidade imputada pela Acusação.

72. A ICVM nº 530/2012 teve por objetivo mitigar os efeitos de operações de venda a descoberto na precificação de ações ofertadas publicamente, introduzindo a vedação como regra de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de tais ofertas, mas não impedindo que os investidores adquirissem as ações no mercado, em linha com o componente de risco de sua estratégia. Como constou do Edital da AP SDM nº 04/2012:

*“A CVM acredita que vendas a descoberto no período acima especificado podem gerar uma má formação de preço na oferta, garantindo ganhos sem risco para os vendedores a descoberto, em detrimento das companhias abertas e outros ofertantes, assim como dos demais participantes do mercado. Dessa forma, **a Autarquia propõe que os investidores que, no período restrito, tenham efetuado essas operações, somente possam adquirir as ações em mercado e não na oferta, o que introduz o devido componente de risco a este**”*



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

tipo de estratégia. *A restrição proposta segue os moldes da regra adotada nos EUA para prevenir a manipulação artificial dos preços, bem como **é consistente com os achados** obtidos por meio do estudo desenvolvido pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM. A CVM espera, desse modo, contribuir para restaurar condições de apreçamento livres de forças artificiais, de modo que os preços das ofertas resultem dos movimentos naturais de procura e oferta, o que é um estímulo à realização de ofertas públicas por companhias já registradas.”* (grifos aditados)

73. Tal como tipificada, a infração consuma-se, assim, quando o investidor adquire, na oferta, a ação objeto de anterior venda a descoberto, no período restrito, sem que a operação estivesse contemplada entre as hipóteses permissivas previstas na própria norma, independentemente da demonstração, em cada caso, uma relação direta e inequívoca de causa e efeito entre operações de venda a descoberto realizadas pelo investidor e queda do preço das ações objeto da oferta²⁷.

74. O bem jurídico protegido pela ICVM nº 530/2012 é a higidez do processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, bastando, para justificar a sanção imposta administrativamente, a periculosidade em abstrato ínsita ao comportamento do investidor, que, ao praticar a conduta vedada, agrava o risco de má-formação dos preços dos ativos ofertados publicamente.

75. Trata-se, por assim dizer, de infração de mera conduta²⁸, cuja configuração prescinde da demonstração de prejuízo causado ou de benefício auferido²⁹.

²⁷ Por isso mesmo, não há pertinência em considerar, no julgamento deste PAS, como quer a defesa, possíveis incertezas acerca dos efeitos da intensidade de operações de *short selling* sobre a precificação de ações, supostamente depreendidas de amostras inconclusivas do próprio Relatório da Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM, que orientou à proposta de edição da ICVM nº 530/2012, ou, ainda, de estatísticas sobre descontos e quedas no preço de ações observados historicamente no âmbito de *follow-ons*, de um modo geral, já a partir do primeiro protocolo dos documentos das ofertas, inclusive no tocante ao comportamento da cotação das ações de emissão da Oi, cujo viés de queda já se apresentava antes mesmo do primeiro protocolo na CVM, como sintetizado no item 31, subitens “h”, “i” e “j” do Relatório.

²⁸ Ilustrando a questão no âmbito do direito penal, destaque-se a seguinte lição assentada em precedente julgado pelo Supremo Tribunal Federal: “*Nessa espécie de delito, o legislador penal não toma como pressuposto da criminalização a lesão ou o perigo de lesão concreta a determinado bem jurídico. Baseado em dados empíricos, o legislador seleciona grupos ou classes de ações que geralmente levam consigo o indesejado perigo ao bem jurídico. A criação de crimes de perigo abstrato não representa, por si só, comportamento inconstitucional por parte do legislador penal. A tipificação de condutas que geram perigo em abstrato, muitas vezes, acaba sendo a melhor alternativa ou a medida mais eficaz para a proteção de bens jurídico-penais supraindividuais ou de caráter coletivo, como, por exemplo, o meio ambiente, a saúde etc. Portanto, pode o legislador, dentro de suas amplas margens de avaliação e de decisão, definir quais as medidas mais adequadas e necessárias para a efetiva proteção de determinado bem jurídico, o que lhe permite escolher espécies de tipificação próprias de um direito penal preventivo. Apenas a atividade legislativa que, nessa hipótese, transborde os limites da proporcionalidade, poderá ser tachada de inconstitucional*” (STF - HC 102.087/MG, Rel. Min. Celso de Mello, j. em 28.02.2012, Segunda Turma, DJe de 13.08.2012).

²⁹ Sobre a aplicação do conceito em tela aos ilícitos administrativos, vale citar trecho da declaração de voto proferido em 03.03.2009 pelo então Diretor Eli Loria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2007/14515: “*Feitas as considerações e concessões devidas quando da transposição dos institutos e estruturas penais ao campo administrativo sancionador,*



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

76. Releva, ainda, destacar que a vedação de determinadas condutas pelo direito administrativo pode inclusive prescindir de juízo de reprovação ético-social³⁰, atendendo, por vezes, a proteção sistêmica ao bem juridicamente tutelado.

77. Com efeito, pressupõe-se, para os fins da ICVM nº 530/2012, que referidas negociações, durante o período vedado, tinham o potencial de acarretar tal consequência (perigo abstrato)³¹, daí porque veda-se a conduta em questão, sem maiores perquirições de cunho subjetivo.

78. Pretende o regulador prevenir os riscos de operações de venda a descoberto realizadas na iminência da precificação em ofertas públicas de distribuição para a formação dos preços nessas ofertas, de modo que a norma editada tem cunho sistêmico. Em outras palavras, busca-se evitar o risco de má formação de preços, seja aquele que possa decorrer do comportamento isolado de um investidor que opere a descoberto com um volume expressivo de ativos, seja o consequente de condutas de vários investidores que realizem, cada qual, isoladamente, operações de venda a descoberto em volumes menos expressivos, quando individualmente consideradas, mas envolvendo os mesmos ativos ofertados.

79. A própria regra que lhe serviu de declarada inspiração, a já citada Rule 105 editada pela SEC também tem esse viés, dito “profilático”:

verifica-se que a doutrina penal, no que respeita ao resultado, classifica os crimes em materiais, formais e os de mera conduta. O ilícito de mera conduta seria aquele em que a consumação não exige um resultado naturalístico, exaurindo-se com a própria ação ou omissão do agente. São crimes que encontram seu suporte natural apenas na ação ou na omissão do agente ativo e a maior parte da doutrina reconhece como ponto de distinção dos crimes de mera conduta a presunção legal de uma ofensa a um determinado bem jurídico. Por essa razão, seria possível afirmar que o resultado natural decorrente do crime de mera conduta não interessa para o direito penal, sendo que o dano ou o perigo ao bem jurídico se subsume (sic) na própria conduta. (...) Assim, verifica-se a possibilidade de aplicação da mesma classificação para as infrações administrativas e é possível afirmar que, do ponto de vista da importância do resultado, existem determinados tipos administrativos que dele prescindem para sua configuração”.

³⁰ Nas palavras de Alice Voronoff: “De modo geral, os modelos sancionatórios administrativos foram e são concebidos e implementados para viabilizar a realização de objetivos e demandas do interesse da sociedade; não para castigar o infrator pelos efeitos danosos de uma conduta moralmente reprovável. É dizer: pune-se na esfera administrativa para que o concessionário assegure a prestação adequada e a contento do serviço público; para que os motoristas respeitem as regras de trânsito e se preserve a ordem no tráfego; para que se freiem ações nocivas no mercado financeiro, assegurando-se a confiança e a lisura das relações ali estabelecidas, já que relevantes ao desenvolvimento nacional. Ou seja, “[n]ão se trata, em definitivo, de castigar a lesão, mas de prevenir a possibilidade de que ela se produza”. O que se tem em mira, assevera Alejandro Nieto, é “(...) evitar diretamente não o resultado lesivo concreto para o bem jurídico protegido, senão a utilização de meios idôneos para produzi-lo”. Logo, esse é um campo em que o exercício do poder punitivo pelo Estado opera de forma eminentemente prospectiva (ou “forward-looking”). Sobretudo, busca-se conter riscos e frear ações não desejadas, o que acarreta um olhar marcadamente consequencialista a respeito das sanções administrativas (...). O objetivo é punir para adequar a conduta dos particulares em prol da realização de objetivos de interesse público, independentemente, no mais das vezes, de um juízo de condenação ético-social quanto aos bens jurídicos afetados” (Direito Administrativo Sancionador no Brasil. Belo Horizonte: Fórum, 2018, pp. 99-100).

³¹ Mais uma vez, cabe trazer, na análise do tipo administrativo em questão, conceitos construídos no direito penal. Assim, na lição de EDGAR MAGALHÃES NORONHA: “(...) há perigo abstrato quando a lei o considera como resultante de certas ações, baseada em regras ditadas pela experiência ou pela lição dos fatos. Há, então, presunção de perigo (...)” (Direito Penal, vol. 1: Introdução e Parte Geral, 38. ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2004, p. 111).



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

*Rule 105 of Regulation M governs short selling in connection with public offerings and concerns short sales that are effected prior to pricing an offering. The rule is particularly concerned with short selling that can artificially depress market prices which can lead to lower than anticipated offering prices, thus causing an issuer's offering proceeds to be reduced. The rule is intended to foster secondary and follow-on offering prices that are determined by independent market dynamics and not by potentially manipulative activity. Rule 105 is prophylactic. Thus, its provisions apply irrespective of a short seller's intent.*³²
(grifos adotados)

80. Cabe, ainda, ressaltar que, em se tratando de infração de mera conduta, o dolo deve ser entendido, em sede de processo administrativo sancionador, como a vontade livre e consciente de realização dos elementos objetivos do tipo administrativo (ou da assunção do risco de realizá-los), independentemente da intenção ou não de causar um resultado naturalístico específico³³.

81. De modo semelhante, em sua atuação sancionadora, a SEC firmou o entendimento de que as violações à Rule 105 não exigem intenção fraudulenta ou ciência de ilicitude: *“Moreover, because Rule 105 imposes strict liability, once a violation has been established, it is no defense to say that the person or entity who broke the law acted without scienter or fraudulent intent”*³⁴.

82. Note-se que tanto ocupa-se a norma de infração de mera conduta que o resultado danoso não é sequer descrito no tipo (p.ex., “com a intenção de ocasionar a baixa do preço da oferta”), sendo, na verdade, o risco desse tipo de conduta ocorrer o que ensejou a edição da norma, como reflete a própria ementa da ICVM n° 530/2012.

83. Assim, para coibir que investidores atuem com essa intenção, coíbe-se a conduta em si, indistintamente para todos os investidores (evitar o risco de perigo abstrato), até porque, caso se exigisse o dano (ou perigo concreto de dano), a atuação de supervisão de mercado poderia se revelar impraticável, quanto ao ônus de comprovar na prática o nexo causal, ao menos quando tenham sido negociados montantes menos expressivos.

84. Nesse sentido, inclusive, também não me parece que a ICVM n° 530/2012 tenha instituído uma presunção *iuris tantum* de perigo de dano³⁵. Torna-se, portanto, desnecessário

³² Federal Register / Vol. 72, No. 154 / Friday, August 10, 2007 / Rules and Regulations. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/final/2007/34-56206fr.pdf>>. Acesso em 15.05.2021.

³³ Pela dicção literal do Código Penal, há dolo quando o agente quer o resultado ou assume o risco de produzi-lo. Mas a definição legal, quando se tem em conta o resultado naturalístico, não se amolda à perfeição aos crimes formais e aos de mera conduta, razão pela qual a doutrina reformulou o conceito, considerando, para tanto, o resultado normativo do delito (lesão ou perigo de lesão ao bem jurídico tutelado).

³⁴ MARX, Daniel; WOOD, Lisa. MARX, Daniel; WOOD, Lisa. SEC Enforcement Year in Review: Auctions and Issues from 2013. The Investment lawyer, covering legal and regulatory issues of asset management. vol. 21. n° 1, Jan/2014, p. 10.

³⁵ Recorrendo, ainda, a conceitos extraídos do direito penal, colhe-se, na doutrina, acerca dos delitos de mera conduta o seguinte ensinamento: *“Consumam-se com a prática da conduta, automaticamente. Não se exige a comprovação*



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

discutir se arbitragem entre ações e contratos futuros de índice constitui, por sua própria natureza, uma prática potencialmente manipulativa³⁶ ou, mais concretamente, se as vendas a descoberto efetuadas pelo Banco BTG, na qualidade de gestor do Fundo LS, considerado o volume financeiro envolvido frente ao mercado, teriam, na prática, como pressionar o preço das referidas ações.

85. Pelas mesmas razões, não importa o volume negociado pelo investidor³⁷, sua exposição não direcional ao risco de mercado, nem se tenha tido a intenção deliberada de provocar a queda artificial do preço das ações. Também não interfere na configuração da infração o fato de o acusado ter auferido um ganho de pequeno valor com as operações³⁸. Tais aspectos não são aptos a afastar a ocorrência da infração, embora, a meu ver, devam ser considerados para fins de dosimetria na aplicação da correspondente sanção.

86. Além disso, o fato de a estratégia de arbitragem ter sido objeto de execução automatizada, por meio de robôs de ordem³⁹, como alegado pela defesa do Banco BTG, também não seria apto a afastar, de per si, a responsabilidade do acusado por eventuais violações à norma. Em primeiro lugar, o emprego de *robotraders* teria ocorrido na realização das vendas a descoberto – conduta que, de per si e isoladamente considerada, nada tinha de irregular –, e não por ocasião da aquisição de ações na Oferta, quando a infração administrativa se consumou. Ainda que assim não fosse, o acusado não poderia pretender se isentar de responsabilidade em razão do emprego de recursos tecnológicos na execução das ordens, mesmo que, em certos casos, isso eliminasse a intervenção

da produção da situação de perigo. Ao contrário, há presunção absoluta (iuris et de iure) de que determinadas condutas acarretam perigo a bens jurídicos” (MASSON, Cleber. Direito Penal - Parte Geral. 3ª. ed. São Paulo: Método, 2010, p. 180).

³⁶ A defesa discorre sobre aspectos técnicos atinentes à manipulação de preços, na tentativa de desconfigurar a lesividade da conduta praticada, como descrito mais detalhadamente no item 31, subitens “d”, “e” e “f” do Relatório.

³⁷ Segundo a defesa, a ausência de correlação entre as vendas a descoberto e a aquisição de ações na Oferta estaria evidenciada, dentre outros motivos, pela disparidade entre o número de ações vendidas a descoberto no âmbito da estratégia de arbitragem (198.500 ações no período vedado) e o número de ações adquiridas na Oferta, que foi de 32.944.581 ações, ou seja, tais vendas representaram apenas 0,6% do total de ações adquiridas pelo Fundo LS na Oferta, quando, no seu entender, se houvesse intenção auferir vantagem com uma eventual queda no preço das ações, o número de ações vendidas a descoberto teria sido muito maior, valendo notar, ainda, que o Fundo LS tinha um total de 1.898.550 ações emprestadas no BTC em 28.04.2014 e, portanto, poderia ter realizado outras vendas.

³⁸ A defesa, a título argumentativo, destaca que o cálculo da diferença entre o valor das ações vendidas pelo Banco BTG no período, considerando um preço médio de R\$2,61, sem considerar o custo do empréstimo das ações, e o do mesmo número de ações adquiridas na Oferta ao preço de R\$2,20, resultaria em um ganho teórico de apenas R\$ 81 mil, equivalente a 0,00241% do patrimônio do Fundo LS, portanto, irrelevante para o fundo.

³⁹ O robô de ordens é uma ferramenta para automatizar estratégias de investimentos em mercados organizados, montadas para tentar identificar oportunidades de ganho com a flutuação de preço de ativos negociados em bolsas de valores. Como opera em mercados de renda variável, ele é indicado a clientes com perfil menos conservador e com maior conhecimento sobre o funcionamento de mercados de ações e derivativos. Quando automatizada, o robô de ordem é capaz de, acompanhando os preços e negócios realizados no mercado, decidir o momento de entrar e sair de uma posição e de enviar as ordens e cancelamentos, sem necessidade de intervenção humana. Diversas estratégias são oferecidas por esses prestadores de serviços, como, por exemplo, análise gráfica e arbitragem (fonte: https://investidor.cvm.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Carta_ao_Investidor/Arquivos/carta_investidor_trimestre_01_2019-Final.pdf, obtido em 11.03.2021).



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

humana, devendo se responsabilizar pela aderência das parametrizações empregadas em negociações algorítmicas realizadas em seu nome às normas aplicáveis, inclusive se concretizadas em plataformas contratadas perante terceiros.

87. O Banco BTG chega a aduzir, ainda, em relação a esse tipo de arbitragem entre ações e contratos futuros de índice, que a CVM se manifestou no âmbito do Inquérito Administrativo nº 35/98, tendo o Colegiado absolvido os acusados da imputação de manipulação de preços em negócios realizados em Bolsa na data de vencimento de contrato futuro de índice em que, para liquidar posição no mercado futuro, foram vendidas ações no mercado a vista na última hora do pregão, quando era definido o valor de liquidação dos contratos futuros. A absolvição decorreu da ausência dos elementos caracterizadores da manipulação de preço.

88. Não procede, porém, a comparação entre a infração prevista na ICVM nº 530/2012 e o ilícito de manipulação de preços previsto na ICVM nº 8/1979⁴⁰. O tipo administrativo tratado naquela norma encerra infração de natureza formal⁴¹ (e não de mera conduta), em que o resultado naturalístico que se busca evitar é previsto pela norma sancionadora. Desse modo, segundo o entendimento que tem prevalecido no Colegiado, embora não se exija a sua ocorrência para a caracterização da infração, a intenção de atingir tal resultado a integra.

89. Restaria analisar se a conduta do acusado poderia ser encarada como infração praticada mediante erro, em razão de ter, segundo alega, interpretado indevidamente que vendas a descoberto efetuadas dentro da estratégia de arbitragem adotada não seriam conceitualmente consideradas como tais, para os fins do art. 1º da ICVM nº 530/2012. Entretanto, à semelhança do que ocorre na seara criminal, apenas o erro escusável afastaria a responsabilidade administrativa do acusado, o que, a meu ver, pelas razões anteriormente expostas, não restou demonstrado neste caso, considerada, ademais, a natureza profissional da atuação do gestor, no contexto em que realizada a operação vedada.

90. De qualquer modo, mesmo que se reconhecesse não ter havido intenção premeditada do acusado de violar o art. 1º da ICVM nº 530/2012, em função de seu entendimento de que não teria realizado vendas a descoberto no sentido pretendido pela norma, restaria, ainda assim,

⁴⁰ De acordo com a ICVM nº 08/1979: “manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, 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” (grifos adotados e no original). A esses elementos se soma o dolo específico, essencial para a caracterização das infrações capituladas na ICVM nº 8/1979.

⁴¹ Neste sentido, menciono o voto da Diretora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ2013/5194, julgado em 19.12.2014: “O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas”.



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

caracterizada uma conduta culposa e igualmente punível⁴², decorrente de uma incorreta avaliação quanto à regularidade da participação do Fundo LS na Oferta.

91. Ressalte-se, por fim, em reforço ao quanto já dito, que os documentos da Oferta expressamente advertiram, de modo claro e objetivo (como ocorre de praxe) que:

*Nos termos da Instrução da CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, conforme alterada, **fica vedada a subscrição das Ações por investidores que tenham realizado vendas a descoberto de ações de nossa emissão na data de fixação do Preço por Ação e nos cinco pregões que a antecedem. São consideradas vendas a descoberto aquelas realizadas por investidores que não sejam titulares das ações, ou cuja titularidade resulte de empréstimo ou outro contrato de efeito equivalente.** Ademais, são consideradas operações de um mesmo investidor as vendas a descoberto e as aquisições de ações realizadas em seu próprio nome ou por meio de qualquer veículo cuja decisão de investimento esteja sujeita à sua influência. Fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor não serão considerados um único investidor para efeito do disposto neste item, desde que as operações estejam enquadradas nas respectivas políticas de investimento de cada fundo. **A vedação prevista neste item não se aplica nos seguintes casos: (i) operações realizadas por pessoas jurídicas no exercício da atividade de formador de mercado de ações ordinárias de nossa emissão, conforme definida na norma específica; e (ii) operações posteriormente cobertas por aquisição em mercado da quantidade total de ações correspondente à posição a descoberto até, no máximo, dois pregões antes da data de fixação do Preço por Ação Preferencial.**⁴³ (grifos aditados)*

d) Responsabilidade do Gestor

92. Como dito, entendo que o Banco BTG deve ser responsabilizado pela infração ao art. 1º da ICVM nº 530/2012, na medida em que detinha os poderes para realizar as referidas operações do Fundo LS, na forma do art. 56, §2º, inciso I, da ICVM nº 409/2004, vigente à época dos fatos⁴⁴, e de acordo com o que dispunha o regulamento do fundo⁴⁵. Cobia-lhe, portanto, observar as normas aplicáveis à atuação do Fundo LS no mercado, no que concerne aos atos conduzidos sob sua gestão profissional.

⁴² O tipo previsto no art. 1º da ICVM nº 530/2012 pressupõe a culpa em sentido amplo. Nesse sentido: “Lembre-se de que a culpa tem especial importância no Direito Administrativo Sancionador, porque é possível uma ampla utilização das figuras culposas. O ilícito culposos tem larga utilização prática. Não vigora o princípio da excepcionalidade do ilícito culposos. Depende de uma deliberação legislativa ou da própria redação do tipo sancionador a constatação se há, ou não, a exigência de uma subjetividade dolosa ou culposa” (5. Teoria da Responsabilidade do Agente - Parte III - Fundamentos e Forma da Imputação In: OSÓRIO, Fábio. Direito Administrativo Sancionador - Ed. 2020. São Paulo (SP): Ed. Revista dos Tribunais, 2020).

⁴³ O referido *disclaimer* constou do anúncio de início e dos prospectos preliminar e definitivo da Oferta.

⁴⁴ Literalmente: “Art. 56. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. (...) § 2º Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para: I – negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo”.

⁴⁵ Doc. SEI 0361185.



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

93. Essa conclusão não se altera pelo fato de que o Banco BTG agia em nome e por conta do Fundo LS. Note-se que a conduta irregular, ainda que não praticada em nome próprio, estava sob seu exclusivo controle, o que acarreta sua legitimidade para responder pela infração à ICVM nº 530/2012, como já detalhado⁴⁶.

94. Ao adquirir ações da Oi na Oferta, em desacordo com a vedação constante da ICVM nº 530/2012, o gestor conduziu o Fundo LS a uma situação de irregularidade, tornando-se responsável pela infração cometida sob sua gestão (artigo 65-A, I⁴⁷, da ICVM nº 409/2004).

III.2 – Defesa de José Affonso Araújo de Mello

95. O acusado alegou, em sua defesa, que em nenhum momento praticou qualquer abuso de direito ou agiu de má-fé na operação realizada. A esse respeito, entende o acusado que a CVM, ao editar a ICVM nº 530/2012, teve por objetivo apenas coibir a prática de atos abusivos por parte dos investidores, de forma que para eventual configuração do ilícito seria necessário comprovar o *animus* do agente.

96. Segundo José Araújo, na ocasião em que fez a reserva de ações para participar da Oferta, não era possível precisar se as ações seriam OIBR3 ou OIBR4, presumindo-se que seriam ações ordinárias. O acusado, ciente do funcionamento dos prazos para venda (D+3), calculou que ao efetuar uma operação de venda no dia 25.04.2014, essas entrariam em sua custódia apenas em 30.04.2014. Porém, no dia da entrada das ações na custódia, somente parte delas apareceu como ordinárias e outras preferenciais, de modo que, após o ocorrido, o acusado regularizou sua conta.

97. Asseverou que sua boa-fé é evidente, pois nos documentos que instruíram os esclarecimentos preliminares é possível constatar a aplicação de multas pela venda das ações, que teriam sido por ele quitadas.

98. Quanto ao *animus* do agente, remeto às considerações anteriores acerca do elemento subjetivo integrante da infração prevista na ICVM nº 530/2012. Nesse sentido, restou devidamente

⁴⁶ Apenas exemplificativamente, ilustre-se com menção a caso que evidencia que, nos EUA, a prática da infração correlata ensejou a responsabilização do gestor: “These proceedings arise out of a violation of Rule 105 of Regulation M of the Exchange Act by [T.] CAPITAL MANAGEMENT, L.P., an unregistered investment adviser and hedge fund manager located in New York, New York (...) [T.] Capital is a limited partnership organized under Delaware law and located in New York, New York. During the relevant period, [T.] Capital managed three hedge funds: (...) effected the trades that are the subject of these proceedings on behalf of funds that it managed” (ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-14658).

⁴⁷ Art. 65–A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão.



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

comprovado nos autos que o acusado realizou as operações de *short selling* com ações OIBR3, no período restrito, e participou em seguida da Oferta de modo consciente e voluntário, adquirindo 39.083 ações da mesma espécie, sendo isso suficiente para a configuração de sua culpabilidade.

99. De outra parte, o fato de o acusado ter incorrido em falha de liquidação⁴⁸ na operação de venda a descoberto realizada e, por isso, ter sido multado pela Bolsa, não o livra da acusação de ter infringido a ICVM nº 530/2012. Pelo contrário, a conduta do acusado traz evidências de que ele intencionava adquirir ações OIBR3 na Oferta para cobertura das vendas feitas a descoberto⁴⁹.

100. Resta, assim, a meu ver, comprovado que o acusado, de modo livre, consciente e intencional, praticou a conduta vedada pela ICVM nº 530/2012.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

101. Por todo o exposto, concluo que o Banco BTG incorreu em violação ao art. 1º da ICVM nº 530/2012, c/c o artigo 65-A, inciso I⁵⁰, da ICVM nº 409/2004, devendo ser responsabilizado pela irregularidade, praticada na qualidade de gestor do Fundo LS. Por sua vez, José Araújo também deve ser responsabilizado pela violação ao art. 1º da ICVM nº 530/2012, demonstrada a autoria e materialidade da infração.

102. Passo, assim, à dosimetria das penas. As infrações foram praticadas antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas seguirão o disposto na legislação vigente à época dos fatos.

103. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe avaliar a gravidade em abstrato do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

⁴⁸ No mercado brasileiro, falhas de liquidação em operações de *short selling* passaram a ser multadas, nos termos do Ofício Circular BM&FBOVESPA nº 056/2013.

⁴⁹ Constou, a propósito, no relatório de análise emitido pela SRE, na fase de investigação, que “*seu objetivo era se antecipar à oferta e formar uma carteira de ações da Companhia que replicasse as “units” que seriam ofertadas. Para isso, ele teve que realizar vendas a descoberto com ações ordinárias três dias antes da oferta, esperando que, na data da oferta, seu pedido de reserva se realizasse, cobrindo suas vendas sem cobertura no momento da liquidação física de suas aquisições*” (Doc. SEI 0361099, fl. 244-245).

⁵⁰ Art. 65–A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão.



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

104. A violação ao art. 1º da ICVM nº 530/2012, assim como a inobservância ao disposto no art. 65-A da ICVM nº 409/2004 são consideradas infrações graves⁵¹.

105. Não obstante, considero, no caso concreto, os reduzidos volumes de ações negociados pelos acusados nas condições vedadas pela ICVM nº 530/2012, comparativamente ao volume objeto da Oferta. Embora não afaste a ocorrência da infração administrativa, como anteriormente abordado, tal circunstância indica um menor potencial ofensivo das condutas praticadas, relativamente ao risco de prejuízo à higidez do processo de formação do preço do papel.

106. No caso do Banco BTG, em particular, considero, ainda, os indícios contidos nos autos de que (i) as vendas a descoberto efetuadas inseriam-se, de um modo mais amplo, no contexto de condução das estratégias de investimento do Fundo LS, sob sua gestão, e (ii) a conduta teria se pautado sob influência de uma interpretação inadequada da norma, para o que pode ter contribuído seu entendimento a respeito da manifestação da SDM, no âmbito da AP SDM nº 04/2012, acerca da sugestão de exclusão de estratégias de arbitragem do escopo da vedação contida na Minuta de ICVM 530. Esses indícios não autorizam o entendimento de que o acusado teria tido intenção de provocar deliberadamente a queda artificial do preço das ações da Oi e, embora também não descaracterizem a ocorrência da infração, como dito, sugerem um menor grau de reprovabilidade da conduta.

107. Por essas razões, neste caso, entendo que cabe a aplicação da pena de advertência.

108. Assim, pelo exposto, com fundamento no art. 11, I, da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, voto:

A) preliminarmente:

- (i) pela declaração de **extinção da punibilidade** de **Ashmore Brasil Gestora de Recursos Ltda.**, com relação à acusação de infração ao disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012 c/c o artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004;
- (ii) pelo acolhimento da preliminar de **ilegitimidade passiva** do **Fundo de Investimento Multicrédito Crédito Privado LS Investimento no Exterior**, para responder pela infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012;
- (iii) pelo reconhecimento, de ofício, da **ilegitimidade passiva** de **Legan Xpres Total Return Fundo de Investimento Multimercado**, para responder pela infração ao art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012;

⁵¹ Com efeito, dispõe o art. 2º da ICVM nº 530/2012: “*Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a não observância do disposto no art. 1º*”. No mesmo sentido, preceitua o art. 117, inciso XIII da ICVM nº 409/2004: “*Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: (...) XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A; (...)*”.



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

B) no mérito, pela condenação de:

- (i) **Banco BTG Pactual S.A.** à penalidade de **advertência**, por infração ao disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012 c/c o artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004; e
- (ii) **José Affonso Araújo de Mello**, à penalidade de **advertência**, por infração ao disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 530/2012.

É como voto.

Rio de Janeiro, 01 de junho de 2021.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora