



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009010/2021-72

Reg. Col. nº 2742/22

<b>Acusados:</b>	Tang David
<b>Assunto:</b>	Apurar a responsabilidade de Diretor de Relações com Investidores da Marfrig Global Foods S.A. por supostas irregularidades na divulgação de Fato Relevante, em infração aos art. 12, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 358/02 e art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 c/c art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.
<b>Relator:</b>	Presidente João Pedro Nascimento
<b>Voto:</b>	Diretor João Accioly

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Senhor Presidente, acompanho integralmente os fundamentos e conclusões de seu voto, e faço esta manifestação para apresentar breves comentários sobre alguns aspectos do caso com vistas a evitar possíveis extrapolações indevidas em casos futuros, bem como juízos indevidos de avaliação das condutas havidas. É que, embora aqui só esteja sob julgamento a conduta do Sr. Tang David na divulgação de fato relevante, há outros elementos relevantes nos autos relativos à operação pela qual a Marfrig adquiriu participação em BRF.
2. Diferentemente do que é mais comum se verificar em casos de oscilação de preços decorrente de uma informação ter escapado ao controle de uma companhia que opta por mantê-la reservada, neste caso a informação era de uma companhia, a Marfrig, e os efeitos mais imediatos sobre o preço eram sobre os papéis de outra, a BRF.
3. Parece-me oportuno distinguir o que se passa numa hipótese como a dos autos, das oscilações atípicas que podem ocorrer em virtude do uso *indevido* de informações. Como bem ressaltado no voto do Relator, e nos precedentes ali mencionados, não é qualquer vantagem informacional, ou “assimetria”, que é irregular, mas apenas aquelas que decorrem do descumprimento de um dever.
4. Repare-se que, até o vazamento da operação que a Marfrig deliberara e vinha implementando, a companhia vinha adquirindo ações de emissão da BRF com uma informação que os demais investidores do mercado não tinham: a intenção da Marfrig de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
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](http://www.cvm.gov.br)

formar uma posição relevante em BRF. Trata-se de uma vantagem informacional, de dimensão máxima no início da execução da estratégia, e que se vai reduzindo progressivamente até desaparecer por completo quando executada a última ordem do plano, se não houver vazamento. O desaparecimento da vantagem pode ser visto pelo aspecto do preço, que ao final refletirá a pressão adicional de compra realizada para executar a estratégia, e pelo aspecto da própria inexistência de intenção de aquisições adicionais. A vantagem pode também ser esvaziada *antes* da execução, quando a informação se dissemina por completo no mercado antes de a aquisição ser completada. Nessa hipótese, detentores do papel na ponta vendedora tenderão a segurá-lo e pedir preços mais elevados, e na ponta oposta os compradores tenderão a aumentar suas ofertas na expectativa de conseguir o ativo antes de o preço atingir seu novo equilíbrio ao final do plano.

5. No caso dos autos, houve algo intermediário. A informação não foi divulgada por completo, porque apesar de a divulgação na mídia ter um alcance amplo e tão instantâneo quanto possível, ainda mais nos veículos em que saiu, ela não tem a completude ou transparência da publicação do fato relevante pela própria entidade originadora e detentora da informação<sup>1</sup>, especialmente por envolver intenções de atos futuros e dependentes de terceiros (os acionistas de BRF que ainda teriam que vender suas ações).

6. A vantagem nas negociações decorrente exclusivamente do conhecimento que um investidor possui sobre suas próprias intenções e estratégias, que em princípio não tem obrigação de divulgar, é uma das incontáveis assimetrias informacionais que ocorrem a cada microssegundo no plano dos fatos e que nada têm de irregular, na medida em que nenhum dever contratual ou legal foi violado para serem obtidas, mantidas ou utilizadas por quem as possui.

7. Assim, além das compras realizadas até o vazamento do plano da Marfrig na imprensa, se não tivesse havido o vazamento, todas as demais teriam sido realizadas sem qualquer sombra de “simetria” no que se refere às informações relativas à operação, e sem qualquer infração decorrente dessa vantagem informacional.

---

<sup>1</sup> Isso nem sempre é verdade. A depender do tipo de informação e da extensão em que é divulgada por veículos independentes, é concebível que mesmo antes da publicação oficial e tempestiva do fato relevante já se tenha alcançado, na prática, o cenário de ampla disponibilidade da informação e efeitos sobre o preço dos ativos. Note-se que isto não tem influência sobre o dever de publicar fato relevante, já que a norma não traz condições ou exceções ligadas ao estágio de distribuição efetiva da informação. Porém, como o regime de publicação tem como objetivo aumentar a acessibilidade ampla das informações relevantes, circunstâncias relacionadas à divulgação prévia e seus efeitos sobre o mercado podem ser consideradas para fins de dosimetria, numa eventual divulgação intempestiva, devendo-se levar em conta o grau de inconsistência de informações que o atraso da divulgação manteve, ou melhor, o quanto a conduta diversa exigida teria efetivamente contribuído para equalizar a disponibilidade das informações ao mercado. Seria inconsistente com o dever de individualização das penas conforme a gravidade da conduta, por exemplo, punir da mesma forma um atraso na divulgação como fato relevante de uma informação já efetivamente conhecida e refletida no preço e outro cuja ausência de uma informação oficial manteve incertezas de grande amplitude.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

8. Dito de outro modo, se não tivesse havido a publicação na imprensa, uma alta de preços nas ações da BRF não determinaria, por si só, o dever da Marfrig de publicar suas intenções ou o que vinha fazendo (afinal, o prazo de publicação dos degraus de 5% em 5% estava sendo respeitado).

9. Não se trata apenas de o DRI de uma companhia ter que acompanhar as oscilações das demais empresas listadas, pois a BRF não era qualquer uma, e sim o alvo de uma operação relevante da Marfrig; trata-se, sim, de delimitar a quem se referem os deveres informacionais. Uma oscilação nas ações da BRF impõe dever ao DRI *da BRF* de divulgar a informação que mantém sob sigilo, caso ele a possua – o que, pelas características da operação, é natural que não tenha ocorrido. A Marfrig e seu DRI (por seu chapéu de diretor financeiro) teriam necessariamente ciência de qualquer alta na BRF naquele pregão, exatamente porque ela vinha comprando as ações. Mesmo sem qualquer divulgação na imprensa do plano ou do estágio de sua execução, seria de se esperar que a própria pressão de compra necessária para chegar a um percentual expressivo com o pretendido já causasse uma alta significativa, talvez sem reações mais abruptas causadas pela publicação das notícias, até que chegasse à posição final.

10. O fato seria *relevante* na esfera da Marfrig, pois adquirir bloco substancial numa concorrente influencia por diversas razões a decisão de investimento de seus acionistas. Mas não deveria ser divulgado, em virtude do legítimo interesse da Marfrig e seus acionistas, de evitar justamente uma alta mais acentuada que reduziria o percentual passível de ser adquirido com a mesma disponibilidade de caixa para a operação e aumentaria o descaixe necessário para se atingir determinado percentual mínimo desejado.

11. Pela identidade das normas incidentes, e possível percepção de semelhança no contexto fático, convém distinguir esse cenário hipotético, que também se aplica ao período anterior à perda do controle da informação, de outros tipos de oscilações. Refiro-me às que ocorrem nos papéis de emissão da própria companhia que mantinha reserva sobre determinado fato, decorrendo as oscilações pelo uso da informação *por alguém que não a poderia deter ou a usar em seu benefício*, ou seja, casos de “*insider trading*”. Uma informação positiva relativa aos seus negócios, que a companhia opta por manter sob reserva para assim maximizar os resultados para todos os seus acionistas, não pode ser utilizada por alguém com acesso reservado a ela, para obter benefícios para si ou para terceiros.

12. Em tais casos, os ganhos das pessoas cujas compras causam a oscilação se dão em detrimento da coletividade dos acionistas da própria companhia, cuja administração entendia ser mais beneficiada pela manutenção do sigilo. Por isso, cabe a essa mesma administração



## 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](http://www.cvm.gov.br)

(especificamente na figura do DRI), por seus deveres perante *seus* acionistas, divulgar o fato cuja utilização indevida está ocorrendo. Em tais casos, se alguém usa a informação da companhia em benefício próprio, trata-se de uma vantagem informacional indevida, porque decorrente da quebra de um dever fiduciário, especificamente o dever de lealdade.

13. Esse tipo de vantagem informacional tem em sua origem a violação de um dever, e é inconfundível com a vantagem legítima que a Marfrig vinha obtendo por negociar com um conjunto de informações maior que as das contrapartes, pois era uma informação gerada pela própria Marfrig, de sua “propriedade”, não havendo qualquer dever perante os investidores de BRF ou o mercado em geral que a impedisse de usá-la em prol de seus resultados. Só passou a haver esse dever, repito, quando a informação fugiu a seu controle.

14. Por fim, trago atenção adicional a dois dos pontos enfatizados pela Defesa, que mostram o quanto esse caso tem complexidades significativas. Concordo com a defesa ao dizer que não seria possível divulgar a informação *completa* logo após o primeiro vazamento. Porém, essa não me parece ser a conduta diversa exigida pela norma, e indiretamente pelo julgamento que considera intempestivo, mas sim a de publicar o que havia, no momento da publicação, de fato passível de uma informação confiável e publicado. Seria realista esperar que o resultado atingido ao final da operação fosse em alguma medida diferente, como menos ações adquiridas ou preço maior pago.

15. É importante evitar-se a percepção de que o preço menor ou quantidade maior dos papéis da BRF, buscadas pela Marfrig com a estratégia de manter seu plano não divulgado, fossem benefícios manchados por uma vantagem informacional. Certo é que antes do fim houve o vazamento e *daí* surgiu a obrigação de divulgar a informação por completo, impedindo a completa execução do plano como inicialmente planejado. E isso, mesmo independentemente do atraso na publicação do fato relevante, já que as notícias têm efeito semelhante e até quase equivalente, ou seja, parte significativa da perda da vantagem informacional ocorre com a própria divulgação independente, e não apenas do cumprimento da obrigação regulatória. E o risco de sua ocorrência está ligado também à capacidade que o interessado tem de manter o sigilo de sua informação.

16. Possíveis perdas *adicionais* que a publicação de fato relevante impusesse à Marfrig seriam custos da observância do regramento do mercado, e se pode cogitar de aprimorar a conceituação do que constitui uma divulgação “imediate”, ou discutir formas mais precisas e juridicamente seguras para prever o dever de divulgação em caso de a informação escapar



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ao controle, mas sob a regulamentação vigente, apesar de um termo indefinido, concordo com o entendimento exposto no voto do Presidente de que o prazo transcorrido no caso dos autos é suficiente para considerar que não houve divulgação imediata.

17. O segundo ponto destacado pela Defesa sobre que me pronuncio adicionalmente é sobre a impraticabilidade de se interromper a negociação das ações da BRF. Concordo, mas não é essa a meu ver a conduta diversa exigida. Embora o que salte mais aos olhos no caso seja a oscilação na BRF, o que torna a publicação exigível é sua relevância *para os investidores de Marfrig*. A Marfrig divulgaria um fato relevante, com interrupção da negociação de seus papéis, e provavelmente o DRI da BRF, agora ciente de um fato confirmado, promoveria sua divulgação no âmbito da BRF e, se durante o pregão, com interrupção de sua negociação.

18. Se o vazamento não causou oscilação no preço das ações da própria Marfrig, aparentemente os efeitos dessa operação no valor econômico da companhia não foram imediatamente percebidos a ponto de gerar movimentos especulativos de curtíssimo prazo. Porém, a informação é relevante e, tendo sido publicada, escapou ao controle de quem lhe detinha, sendo apenas isto, como já bem ressaltado no voto de relatoria do Presidente, que determinou o dever de divulgação imediata.

19. São essas as considerações adicionais com que encerro esta manifestação.

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2023.

**João Accioly**

**Diretor**