



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009010/2021-72 Reg. Col. nº 2742/22

Acusado: Tang David

Assunto: 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.

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“Área Técnica” ou “Acusação”) em face de Tang David (“Tang” ou “Acusado”), cujo objeto consiste em apurar a responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) da Marfrig Global Foods S.A. (“Marfrig” ou “Companhia”), por supostas irregularidades na divulgação de informações referente à aquisição de participação relevante na BRF S.A. (“BRF”), 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 (“ICVM 358”)¹.

2. Em 21/05/2021, a Área Técnica enviou à Companhia o Ofício nº 64/2021/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício nº 64”)², questionando-a sobre a notícia divulgada no site *Infomoney* naquela mesma data, às 10h52, intitulada “*Ação da BRF salta mais de 10% com notícia de compra de papéis por Marfrig*”³.

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste PAS.

² Doc. nº 1269588.

³ Doc. 1269576, referente ao Processo Administrativo CVM nº 19957.004417/2021-11.



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

3. No dia 21/05/2021, às 19h53, a Marfrig divulgou Fato Relevante⁴ informando que adquiriu ações ordinárias de emissão da BRF diretamente no mercado, por meio de leilão em bolsa e via opções, que resultaram em uma participação de 196.869.573 ações ordinárias, representativas de aproximadamente 24,23% do capital social da BRF.

4. A Acusação sustenta que o Fato Relevante sobre a aquisição de participação relevante na BRF foi realizado de forma intempestiva, em violação ao disposto no art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 c/c art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da ICVM 358.

5. A Acusação sustenta, ainda, que a comunicação da Companhia sobre o atingimento de participação relevante na BRF, no dia 21/05/2021 (“Comunicação sobre Participação Relevante”), teria sido incompleta uma vez que não foram divulgados todos os instrumentos financeiros derivativos contratados pela Marfrig, em violação ao art. 12, §2º, inciso II, da ICVM 358.

6. Este voto está dividido em 4 (quatro) Seções, incluindo esta INTRODUÇÃO (Seção I). A Seção II trata da DIVULGAÇÃO INTEMPESTIVA DE FATO RELEVANTE. A Seção III dedica-se à análise da acusação sobre a INCOMPLETUDE DA DIVULGAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE pela Companhia. A Seção IV, por fim, apresenta as CONCLUSÕES deste julgamento.

II. DIVULGAÇÃO INTEMPESTIVA DE FATO RELEVANTE

7. Inicialmente, de forma a subsidiar a análise do mérito da acusação sobre a divulgação intempestiva do Fato Relevante, teço algumas breves considerações sobre o regime de divulgação de informações relevantes por companhias abertas no Brasil.

A. *O Regime de Informação das Companhias Abertas: Divulgação de Fatos Relevantes*

8. A Regulação do Mercado de Capitais tem no regime informacional um de seus principais pilares de funcionamento, que busca garantir a higidez do Mercado de Capitais e a prevenção de eventuais falhas estruturais que podem prejudicar o seu funcionamento

⁴ Doc. nº 1271538.



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

eficiente⁵⁻⁶.

9. A adoção de um sistema hígido e obrigatório de divulgação de informações desempenha diversas funções, ao: **(i)** subsidiar as decisões de investidores e garantir a adequada precificação dos valores mobiliários⁷; **(ii)** tutelar a confiança e credibilidade do mercado; **(iii)** administrar a seleção adversa de emissores⁸; e **(iv)** viabilizar um sistema eficaz de prestação de contas e responsabilização de administradores, emissores, ofertantes, intermediários e controladores.⁹

10. Em linha com o modelo regulatório consagrado nos Estados Unidos, desde o *Securities Act of 1933*¹⁰, a legislação societária brasileira adotou o princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*) como parâmetro de funcionamento do regime informacional.

11. O princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*) estabelece o dever dos emissores de divulgarem, de forma abrangente e equitativa, amplo conjunto de informações sobre o respectivo emissor e as suas atividades, sendo que algumas destas

⁵ Sobre a importância do regime informacional, veja-se, exemplificativamente: (i) PITA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 49; e (ii) Brill, Daniel H. “Security Regulation: Economic Purposes.” *Proceedings of the American Society of International Law at Its Annual Meeting (1921-1969)*, vol. 62, 1968, pp. 124–30.

⁶ Segundo a teoria econômica, as principais características estruturais do mercado de capitais que justificam a sua regulação são (i) a assimetria informacional existente entre os participantes; (ii) a necessidade de preservação de sua higidez, por meio de regras de controle do acesso e da permanência; e (iii) conflitos de agência decorrentes da separação entre controle e propriedade do capital. (DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 93).

⁷ Veja-se, a este respeito, o PAS CVM Nº 19957.006032/2021-81, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/07/2023, em que consignamos: “*A partir da disponibilização eficiente de informações, permite-se que os investidores tomem decisões mais assertivas, informadas e conscientes e, deste modo, promovesse um ambiente de potencial eficiência no Mercado de Capitais, na medida em que proporciona elementos informacionais para adequada formação de preços e determinação das cotações dos títulos*”. A este respeito, veja-se também: FAMA, Eugene F. e FRENCH, Kenneth R., *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=440920> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.440920>.

⁸ Nesse sentido, ver o estudo precursor do ganhador do Prêmio Nobel George Akerlof que demonstrou o efeito prejudicial da seleção adversa, retirando os ativos de melhor qualidade do mercado. Akerlof, George A. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. In: *Explorations in Pragmatic Economics*. New York: Oxford University Press, 2005. pp. 28-38.

⁹ PITA, André Grünspun. *Op. cit.*, p. 109.

¹⁰ O Securities Act of 1933 acabou sendo apelidado nos Estados Unidos de “*the Truth in Securities Act*”. Neste sentido veja-se, por exemplo, (i) COHEN, Milton H., “The Truth in Securities Revisited” in *Harvard Law Review*, v. 79, n. 7, 1966, pp. 1340-1408; e (ii) HAZEN, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota: West Academic Press, 2020, p. 19.



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

divulgações devem ser feitas de maneira periódica¹¹ e outras de forma eventual¹². As informações divulgadas devem ser suficientes e adequadas à compreensão dos investidores e do mercado em geral (*i.e.*, esperam-se informações claras, íntegras, completas, precisas e tempestivas).

12. Neste contexto, a Regulação do Mercado de Capitais determina que as companhias abertas têm a obrigação de divulgar informações sobre atos e/ou fatos relevantes¹³, ocorridos ou relacionados aos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, **(i)** na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; **(ii)** na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou **(iii)** na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

13. O dever de informar dos administradores de companhia aberta está previsto no art. 157 da Lei nº 6.404/76, com atenção especial ao §4º, que prevê as seguintes obrigações de divulgação:

“Art. 157. (...).

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar **imediatamente** à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou **fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores**

¹¹ O art. 22 da Resolução CVM nº 80/2022 prevê as informações periódicas que devem ser enviadas pelos emissores à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, listando: (i) formulário cadastral; (ii) formulário de referência; (iii) demonstrações financeiras; (iv) formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP; (v) formulário de informações trimestrais – ITR; (vi) edital de convocação da AGO; (vii) proposta da administração em AGO; (viii) sumário das decisões tomadas na AGO; (ix) ata da AGO, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto; (x) relatório de que trata o art. 68, § 1º, alínea “b” da Lei nº 6.404, de 1976, quando aplicável; (xi) boletim de voto a distância, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica; (xii) informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa; (xiii) mapa sintético das instruções de voto; (xiv) mapa de votação sintético consolidando os votos proferidos a distância; (xv) mapa final de votação sintético; e (xvi) mapa final de votação detalhado.

¹² O art. 33 da Resolução CVM nº 80/2022 prevê informações eventuais que o emissor registrado na categoria A, de tempos em tempos, pode vir a ter que enviar à CVM, por meio a página da CVM na *internet*. Para além daquelas, há também as necessidades de divulgação de informações sobre ato ou fato relevante e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, que são atualmente reguladas pela Resolução CVM nº 44/2021 (contemplando inclusive Fatos Relevantes, Comunicados ao Mercado e Aviso aos Acionistas).

¹³ Como ressaltou o então Diretor Gustavo Gonzalez em seu voto no PAS CVM nº 19957.001639/2016-15, j, em 26/11/2019, “a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação, pois é (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.
(grifei).

14. A CVM, por meio da ICVM 358¹⁴, regulamentou a obrigação constante do art. 157 da Lei nº 6.404/76, estabelecendo regras para cumprimento de tal obrigação, com previsão de: **(i)** responsável pelo cumprimento de tal obrigação¹⁵; **(ii)** meios a serem adotados¹⁶; e **(iii)** a forma¹⁷ para divulgação de atos ou fatos relevantes. Ainda, em relação ao momento temporal da divulgação, o art. 5º da referida Instrução prevê:

“Art. 5º. A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

(...).

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.”

15. A divulgação de informação relevante não é mero formalismo regulatório, sendo, outrossim, premissa fundamental para assegurar a isonomia entre os investidores em relação às informações disponíveis ao mercado, especialmente quando tais informações tenham potencial de afetar suas decisões de investimento e/ou desinvestimento.¹⁸

¹⁴ À época dos fatos, estava em vigor a Instrução CVM nº 358/02. Posteriormente, no contexto do Decreto 10.139/2019, a Instrução CVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/21, sem, todavia, alterações materiais na regra.

¹⁵ Nos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, compete ao Diretor de Relações com Investidores, a obrigação primária de divulgar a ocorrência de fatos relevantes.

¹⁶ Art. 3º (...). §4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação: I – jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou II – pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

¹⁷ Art. 3º (...). §5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

¹⁸ Nesse sentido, ver o voto do então Diretor Gustavo Tavares Borba proferido no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/8116, sob sua relatoria, j. em 30/05/2017: “*Observe-se que a obrigação de divulgação de Fato Relevante encontra fundamento axiológico e teleológico na busca de **nivelamento das informações** detidas*



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

16. Analisando o tema dos Fatos Relevantes, Nelson Eizirik ensina que:

“Com relação ao [...] dever de informar dirigido ao mercado, a Lei das Sociedades Anônimas estabelece, no § 4o, do artigo 157, que o administrador da companhia aberta deve comunicar imediatamente à Bolsa e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração, qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários emitidos pela companhia. Trata-se de consagração do princípio do *full disclosure* ou da transparência das informações acerca das companhias que oferecem publicamente seus títulos aos investidores, em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. [...] O postulado básico da regulação do mercado de capitais, assim, é o de que o investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados”¹⁹.

17. A regra insculpida no art. 157 da LSA e no art. 3º da então vigente ICVM 358 (reproduzida na atual Resolução CVM 44) é a da imediata²⁰ divulgação dos fatos relevantes, simultaneamente das informações que possuem potencial para afetar o comportamento dos investidores de mercado. Nesta ordem de ideias, resta claro que a regulação exige que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva.²¹

18. No entanto, nos termos do art. 6º da ICVM 358, a referida regra geral é excepcionada na hipótese de a revelação pôr em risco interesse legítimo da companhia, caso em que os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados.²²

pelos participantes do mercado sobre questões que podem afetar, de modo ponderável, a cotação dos valores mobiliários. Não se trata, portanto, de obrigação meramente formal, mas, sim, de dever cujo objetivo consiste na divulgação para todo o mercado, no mesmo momento, das informações que possuem potencial para afetar o comportamento dos investidores de mercado, garantindo-se, com isso, a isonomia informacional necessária para que o mercado funcione de forma adequada, justa e sadia”. (grifei).

¹⁹ EIZIRIK, Nelson. *et. al. Mercado de capitais: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 621-623. No mesmo sentido, veja-se CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Seção V – Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, págs. 858 e 859.

²⁰ “A divulgação deve ser imediata porque há o ponderado, fundado, receio de que investidores que tivessem essa informação pudessem ter alterada a sua motivação para negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia. Assim, uma vez verificada a existência do fato relevante, justifica-se a sua imediata divulgação”. (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Seção V: Deveres e responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp.859)

²¹ PAS CVM nº RJ2015/1591, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.

²² Conforme trecho de voto proferido no âmbito do PAS CVM nº RJ2006/5928, j. em 17/04/2007, o então Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa admite a existência de outra circunstância apta a legitimar a não



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

19. Entretanto, como prevê o parágrafo único do art. 6º da ICVM 358, a prerrogativa de não divulgar a informação relevante na tutela de interesse legítimo da companhia, deixa de existir sempre que se verifique: **(i)** escape ou perda de controle da informação; ou **(ii)** oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada. Nestes dois casos, impõe-se a divulgação imediata da informação relevante de modo a restaurar o nivelamento informacional²³ e a confiança dos investidores.

20. Feitas essas considerações, passa-se à análise dos fatos do caso concreto.

B. Da tempestividade ou não do Fato Relevante divulgado pela Companhia

21. Na visão da Acusação, o Fato Relevante foi divulgado de forma intempestiva tendo em vista: **(i)** que, ao final do dia 20/05/2021, a Companhia já somava participação relevante na BRF (*i.e.*, 17,2237%), sendo tal informação de conhecimento da administração; **(ii)** o vazamento da informação em veículos de mídia ainda na manhã do dia 21/05/2021 (*i.e.*, às 10h52)²⁴ e a divulgação do Fato Relevante às 19h53; e **(iii)** a ocorrência do leilão de ações da BRF, às 14h24, em decorrência de oscilação nos papéis da BRF, reforçando as evidências do vazamento das informações.

22. O Acusado não contesta que a aquisição de participação na BRF pela Companhia tratava-se de um fato relevante e que houve vazamento dessa informação. Refuta, todavia, que a divulgação tenha se dado de forma intempestiva, sustentando, basicamente, que: **(i)** a divulgação foi realizada na maior brevidade possível, dentro do prazo razoável para esse tipo de situação; e, em sua visão, buscando atender orientações do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº 1/2021 (*i.e.*, após o fechamento do pregão)²⁵; e **(ii)** que a oscilação atípica se deu com os papéis da BRF e não com os da Companhia, não impactando, portanto, a regularidade do

divulgação de um negócio relevante ainda não concluído: “*Parece-me que há, ainda, uma outra válvula de escape (“safe harbor” em português clássico) a legitimar a não divulgação de um negócio relevante ainda não concluído. Acho que, mesmo sem norma expressa, o diretor de relações com investidores deve ponderar a probabilidade de conclusão do negócio com a sua relevância, caso seja concluído, para determinar se um negócio não concluído deve ser divulgado*”. (grifei)

²³ PAS CVM nº RJ2006/5928, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 17/04/2007.

²⁴ Além da notícia divulgada pelo site *Infomoney* (Doc. nº 1269576), a Acusação indica ainda que outras matérias especulando sobre a compra de ações da BRF pela Marfrig foram divulgadas desde a manhã do dia 21/05/2021 (Docs. nº 1333496 e 1333498), o que reforçou tratar-se de hipótese de vazamento de informação.

²⁵ Doc. nº 1434439, §33.



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

Fato Relevante divulgado²⁶.

23. A controvérsia em questão reside, portanto, em verificar se a publicação do Fato Relevante atendeu à obrigação de divulgação *imediate* prevista no art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76.

24. A lei ou regulamentação societária não define o termo *imediate*, tampouco estabelece um prazo máximo para divulgação de fato relevante, fazendo-se necessário, portanto, que o julgador avalie, à luz das circunstâncias fáticas do caso concreto, se a divulgação foi realizada de acordo com os objetivos do princípio do *full disclosure*²⁷.

25. O Colegiado desta CVM se manifestou sobre a interpretação do conceito de *imediate*, previsto no §4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76²⁸.

26. Naquele caso, discutia-se a tempestividade do fato relevante, divulgado às 18h40min, acerca da celebração de Memorando de Entendimentos sobre a alienação dos ativos da companhia situados no exterior, em operação com múltiplas partes contratantes e envolvendo diferentes jurisdições internacionais²⁹, tendo havido oscilação atípica na cotação das ações por volta das 15h50min daquela mesma data.

27. Na ocasião, seguindo o voto do Dir. Relator Henrique Machado, o Colegiado absolveu por unanimidade o acusado, tendo em vista, dentre outros aspectos, **(i)** o caráter extraordinário e complexo da operação objeto da divulgação, envolvendo difícil negociação

²⁶ Doc. nº 1434439, §8.

²⁷ A Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions*, “IOSCO”), por sua vez, reconhece a tempestividade da divulgação como sendo um dos elementos-chave do dever de divulgar. Em relatório sobre o tema, a entidade aponta que, no modelo de divulgação imediata, a tempestividade pode ser definida como o dever de divulgar “o quanto antes possível” – ou em prazo máximo prescrito em lei para a divulgação de fato com poder de influenciar as decisões de compra e venda dos ativos da emissora. *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*. Out. 2002. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>. Acesso em 30/03/2023. Além disso, conforme destacado pelo Diretor Henrique Machado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12710, a União Europeia também adota uma regra aberta para tempestividade da divulgação, enquanto os Estados Unidos definem balizas mais concretas, qual seja, tão cedo quanto razoavelmente possível, mas, no máximo, em até 24 horas do conhecimento da divulgação não intencional. Para maiores informações, ver: SEC, Regulation FD, §243.101, <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>. Acesso em 04/07/2023.

²⁸ PAS CVM nº RJ2014/12710, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 05/07/2017.

²⁹ Com a complexidade de conciliação de diferentes fusos horários e outras incertezas inerentes àquele caso em concreto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

e valores representativos, além de partes e ativos situados no exterior; e **(ii)** o curto prazo (pouco mais de uma hora) para identificação da oscilação atípica e preparação do fato relevante.

28. O então Diretor Relator Henrique Machado, ao analisar a conduta esperada dos administradores no contexto da divulgação de fatos relevantes, ressaltou:

“27. Sem dúvidas, a pronta divulgação de fatos relevantes é de extrema importância para o cumprimento do princípio do *full and fair disclosure*, a fim de evitar a assimetria informacional e negociações com informações privilegiadas, que põe em risco o funcionamento regular do mercado. No entanto, deve-se exigir do DRI o cuidado e a diligência de um homem ativo e probo, e não uma tarefa impossível de ser cumprida”³⁰.

29. Portanto, faz-se necessário, no caso em tela, avaliar se era razoável e proporcional esperar que o Acusado, diante do contexto fático existente, tivesse divulgado o Fato Relevante em prazo menor.

30. Do ponto de vista objetivo, nota-se que houve um decurso de 9 horas (*i.e.*, entre 10h52 e 19h53) entre o vazamento da informação e a divulgação do Fato Relevante pelo Acusado. Dessa forma, os investidores operaram com uma assimetria informacional irregular³¹, causada pelo vazamento de uma informação relevante, que estava incompleta e incerta por não contar com a manifestação da companhia aberta que gerou a informação, ao longo de quase todo o pregão do dia 21/05/2021.

31. Em tese, é possível que esse prazo tivesse sido suficiente para atendimento da regra prevista no §4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76, cabendo considerar, em concreto, as circunstâncias fáticas do caso para avaliar a questão. Passo, então, para a análise do contexto envolvendo a publicação do Fato Relevante.

³⁰ PAS CVM nº RJ2014/12710, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 05/07/2017.

³¹ A regulação não pretende combater toda e qualquer assimetria informacional, mas uma assimetria em relação a determinadas informações consideradas importantes pelo regulador para os objetivos destacados no §9 acima. Nesse sentido, Gustavo Gonzalez explica: “Em resumo, pode-se concluir que o regime existente persegue uma simetria qualificada, ou seja, apenas uma simetria que não é completa, mas que se limita a um conjunto de informações consideradas relevantes pelo regulador, e que, conseqüentemente, existe uma situação de assimetria informacional no mercado de capitais que não só é natural, como também é bem tolerada e reconhecida pela regulação.”. GONZALEZ, Gustavo Machado. *O Full and Fair Disclosure no Direito Aplicado: A Simetria Perseguida e as Assimetrias Toleradas*. In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 385-407.



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

32. O plano de investimento da Companhia na BRF havia sido aprovado em Reunião do Conselho de Administração da Marfrig realizada em 18/05/2021³². Naquela ocasião, os conselheiros autorizaram a administração da Companhia a adotar os procedimentos necessários para efetivação do referido plano.

33. Nesse contexto, o Acusado, que também cumulava o cargo de Diretor Financeiro da Companhia, tomou ciência e atuou diretamente na execução do plano de investimento na BRF. O Acusado foi signatário dos principais contratos para efetivação da operação³³ e responsável por “*executar a estratégia de investimento em BRFS3 anteriormente iniciada*”³⁴.

34. Embora a operação não tenha tido sido concluída, os elementos essenciais e suficientes para a caracterização de um fato relevante estavam presentes. Havia um plano de investimento deliberado e aprovado pelo Conselho de Administração, cuja estratégia estava em curso e passos relevantes para sua execução já haviam sido concluídos, tendo a Companhia, na ocasião do primeiro vazamento, já adquirido mais de 17% das ações da BRF. Nesse sentido, as incertezas que remanesciam, sobre o quanto de participação seria possível adquirir, não impediam a divulgação do conteúdo do fato relevante³⁵.

35. A Defesa alega que parte da operação envolvendo o Banco, notadamente o *Loan Agreement* e o Contrato de Compra e Venda de Ações, foram submetidas ao CADE - Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência, de tal modo que o *closing* estava suspenso por ocasião da divulgação do Fato Relevante.

36. Entendo e reconheço o argumento trazido pelos advogados de Defesa, no bem desempenhar de sua assessoria ao cliente, mas – no caso em tela – isto não retira da operação a liquidez e certeza em relação aos elementos essenciais do negócio jurídico pretendido (cf. arts. 104 e seguintes do Código Civil) e, portanto, não deve afetar a divulgação; ainda que eventualmente a divulgação possa contemplar menção à existência de tal condição suspensiva de aprovação pelo CADE como um elemento acidental do negócio jurídico (cf. arts. 121 e seguintes do Código Civil).

³² Doc. nº 1283589.

³³ Docs. nºs 1283585, 1283586, 1283587 e 1283588.

³⁴ Doc. nº 1434439, §29.

³⁵ Vide precedentes da Autarquia (conforme, por exemplo, PAS CVM nº RJ2006/5928, j. em 17/04/2007).



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

37. Além disso, não se tratava de fato desconhecido ou alheio ao escopo das atividades da Companhia e do próprio DRI, mas, ao contrário, tratava-se de um investimento cuja estratégia, detalhes e operacionalização eram de seu pleno conhecimento e domínio.

38. Houve um contexto preparatório e o Acusado não foi surpreendido com a informação divulgada na mídia em 21/05/2021, tampouco ficou diante de uma imprevisível situação em que era necessário perquirir outros administradores da Companhia sobre sua veracidade ou não³⁶.

39. Ressalta-se que, na qualidade de DRI da Companhia, o Acusado era responsável por acompanhar e identificar eventuais vazamentos de informações relevantes, especialmente considerando a existência de informação relevante não divulgada e a sua participação ativa na estratégia de aquisição³⁷.

40. Somado a isso, a informação cuja divulgação era exigível não era complexa ou longa, tampouco dependia de informações ou confirmações de terceiros. Ao contrário, bastava a Companhia se manifestar sobre a aquisição ou não de participação na BRF, sendo que tal informação era de sua plena ciência e controle.

41. Diferentemente do alegado em sua defesa, não era necessário que o Acusado esperasse até o final do dia para divulgar a informação sob o argumento de que “*qualquer publicação precipitada sobre o investimento em BRFS3 poderia não refletir a verdade, já que ao longo do dia 21.05.2021 outras negociações foram feitas.*”³⁸

42. A informação relevante a ser publicada era sobre a estratégia de investimento (ou não) da Companhia na BRF e não sobre o número específico de ações que foram

³⁶ Neste sentido, o Parágrafo Único do Art. 4º da Instrução CVM nº 358/02 estabelece: “Na hipótese do *caput*, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

³⁷ Sobre o dever de o diretor de relações com investidores monitorar eventuais oscilações e vazamentos de informação ver: Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2014/3402, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. em 13/12/2018.

³⁸ Doc. nº 1434439, §§ 27 e 31.



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

adquiridas³⁹. Bastava que aquela informação tivesse sido publicada para atender ao comando da norma e permitir a correção das assimetrias decorrentes da publicação de uma notícia sem confirmação e sem maiores detalhes de quais eram os fatos até o momento existentes.

43. Era perfeitamente possível que o Acusado tivesse divulgado o Fato Relevante imediatamente (i.e., no curso do pregão) e, posteriormente, complementasse a divulgação, com outra publicação de Fato Relevante ou até mesmo Comunicado ao Mercado com mais detalhes, inclusive com o número final de ações detidas pela Companhia.⁴⁰

44. Respeitosamente, entendo ser improcedente também o argumento do Acusado de que seguiu as orientações do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº 1/2021, que orienta a divulgação de fatos relevantes após o fechamento do pregão.

45. A recomendação da área técnica de divulgação de fato relevante após o encerramento do pregão tem por objetivo garantir que haja tempo suficiente para que a informação se dissemine e passe a ser de conhecimento do mercado em geral por ocasião da negociação dos ativos.

46. Todavia, tal lógica é inteiramente invertida quando a informação relevante escapa do controle. Veja-se que o Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP (como também o Ofício Circular mais recente à época dos fatos⁴¹) é claro neste sentido:

“Nesses casos, deve-se também observar o parágrafo 2º do artigo 5º da Resolução CVM nº 44/21, que trata da divulgação de ato ou fato relevante durante o horário de negociação.”

³⁹ Nesse mesmo sentido, destaca-se o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, de sua relatoria: “A CVM tem sempre confirmado que, se a informação foge ao controle da companhia ou se se constata oscilações atípicas nas cotações ou no volume dos valores mobiliários negociados, é dever do diretor de relações com investidores esclarecer a situação, divulgando fato relevante, confirmando ou desmentindo o que, até então, não passa de simples boato ou trazendo a público o fato que pode justificar a oscilação na cotação ou nos volumes negociados. Se o fato relevante ainda não puder ser considerado um fato consumado ou definitivo, é dever do diretor de relações com investidores divulgar a informação até então disponível sobre esse fato.” (grifei).

⁴⁰ “A conclusão a que se chega é que toda vez que a informação fugir ao controle, deve ser divulgada, mesmo que não seja uma informação definitiva. Nessa hipótese a companhia deve deixar claro o estágio da informação e seu caráter preliminar.” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Seção V: Deveres e responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 885). (grifei)

⁴¹ Neste ponto, o Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP reproduz, na íntegra, a redação anterior trazida no Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 1/2021, de 26 de fevereiro de 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
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

Destaca-se que **a CVM vem entendendo que, na hipótese de vazamento da informação** ou se os papéis de emissão da companhia oscilarem atipicamente, **o fato relevante deve ser imediatamente divulgado**, ainda que a informação se refira a operações em negociação (não concluídas), tratativas iniciais, estudos de viabilidade ou até mesmo à mera intenção de realização do negócio (vide julgamento do Processo CVM nº RJ2006/592814 e do PAS CVM nº 24/0515). Caso a informação relevante escape ao controle da administração ou ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, o DRI deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas no mercado.”⁴²

47. Nos cenários de vazamento de informação, como ocorrido, ou de oscilações atípicas, a imediata divulgação da informação relevante, de forma ampla, clara e uniforme, torna-se ainda mais importante para garantir que os investidores e o mercado em geral negociem com acesso às mesmas informações relevantes.

48. É por esta razão, inclusive, que a orientação geral do mesmo Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP em relação ao momento da divulgação do ato ou fato relevante é no sentido de que a mesma deve ocorrer sempre que possível, preferencialmente, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão.

49. Com o passar dos anos, diversos mecanismos específicos foram desenvolvidos para adequar a necessidade de publicação de fatos relevantes durante o pregão⁴³⁻⁴⁴, em linha com a expressa dicção do art. 6º, parágrafo único, da ICVM 358 e a farta jurisprudência do Colegiado da CVM, no sentido de que tal divulgação deve ser imediata nos casos de

⁴² Conforme previsto no item 4.1 do Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP.

⁴³ Neste sentido, ver o Ofício Circular 018/2018-PRE, de 18 de abril de 2018, editado pela B3 que estabelece os procedimentos para divulgação de Fatos Relevantes pelo Emissores.

⁴⁴ Cf. ICVM 358, art. 6º, parágrafo único: “As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”. O Ofício Circular CVM/SEP/Nº 1/2021 sugere ainda: “Não obstante, por força do parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/02, os administradores e acionistas controladores ficam obrigados a, diretamente ou através do DRI, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar do controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados. A fim de dar efetividade à regra de divulgação imediata nos casos acima mencionados, o DRI, sempre que possível, deve preparar um documento sobre o ato ou fato relevante mantido em sigilo que possa ser divulgado nas hipóteses previstas no citado dispositivo. É aconselhável, ainda, que o DRI tenha à disposição documentos pré-aprovados e vertidos para os idiomas de todos os países em que os valores mobiliários são admitidos à negociação, para que possa efetuar a divulgação de forma rápida em caso de urgência”. Ofício Circular CVM/SEP/Nº 1/2021, p. 69.



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

vazamento de informação ou oscilação atípica⁴⁵.

50. Sobre a necessidade de divulgação de informação que escapa ao controle durante o pregão, destaco o voto do Diretor Relator Gustavo Tavares Borba no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/2314⁴⁶:

“Mesmo antes do dia 13/09 já havia algumas notícias esparsas sobre a venda das minas (ver nota de rodapé nº 8 do relatório) em redes sociais, mas a obrigação da divulgação ainda poderia ser discutível diante de eventual necessidade de sigilo sobre o negócio. **Contudo, diante da publicação e reprodução das informações divulgadas pelo portal “Infomoney” (fls. 61/62) e da oscilação atípica que aconteceu durante o pregão do dia 13/09/2013, tornou-se indubitável a obrigação de divulgação imediata do fato relevante, ainda durante o pregão desse mesmo dia, o que não foi observado pelo acusado**”. (grifei)

51. Não obstante o disposto acima, ao analisarmos as negociações realizadas durante o pregão de 21/05/2021, percebemos que a Companhia adquiriu, somente naquela data, 56.960.212 das ações da BRF, equivalentes a, aproximadamente, 7% do capital social da Companhia⁴⁷.

52. Em outras palavras, diante do dever de divulgação imediata por conta do vazamento da notícia, a não divulgação de informação permitiu que a Marfrig negociasse⁴⁸, em volumes expressivos, diante de uma situação de assimetria informacional irregular durante todo o pregão daquele dia⁴⁹.

⁴⁵ Nesse sentido, *p. ex.*, confira-se: (i) PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17/04/2007; (ii) PAS CVM nº RJ2013/10909, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18/03/2015; (iii) PAS CVM nº RJ2013/7916, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18/03/2015; (iv) PAS CVM nº RJ2014/6225, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 18/04/2017; e (v) PAS CVM nº RJ2014/3814, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 21/10/2014.

⁴⁶ PAS CVM nº RJ2014/2314, j. em 27/10/2015.

⁴⁷ Doc. nº 1283584.

⁴⁸ Não é objeto deste voto analisar a regularidade ou não das operações realizadas pela Marfrig durante o pregão de 21/05/2021, sendo certo que a mera negociação em assimetria informação não necessariamente implica violação a dispositivos legais ou regulamentares. Nesse sentido, ver: PAS CVM nº 19957.010679/2018-10, rel. Diretor Henrique Machado, j. em 13.11.2018, e PAS CVM nº RJ2015/1591, rel. Diretor Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26.09.17.

⁴⁹ Se o mercado houvesse recebido os planos de aquisição da Marfrig na BRF com a publicidade, a certeza e a completude de um Fato Relevante devidamente publicado, muito provavelmente haveria uma tendência de alta adicional nas ações de emissão da BRF durante o pregão em que a Marfrig comprava justamente este papel.



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

53. Dessa forma, ainda que a Companhia tivesse o legítimo interesse⁵⁰ em não divulgar seu plano de investimento na BRF antes da conclusão da operação, uma vez que tal informação escapou do seu controle, ela deveria ter sido imediatamente divulgada no mercado, de modo a esclarecer o fato e aprimorar a fidedignidade de informações e a sua disponibilidade ao mercado em geral.

54. Ressalta-se, ainda, que a obrigação de publicação de fato relevante pelo DRI independe de atuação da CVM. Compete à companhia, na figura de seu DRI, monitorar o vazamento de informações relevantes ou oscilações atípicas nos seus papéis. Cabe a ele implementar controles razoáveis com objetivo de monitorar informações relevantes atinentes à companhia e seus negócios. O DRI não pode manter-se inerte esperando a atuação da CVM (ou do mercado) para então agir⁵¹⁻⁵².

55. Neste sentido, o fato de a Área Técnica ter enviado o Ofício nº 64 somente às 17h51min não altera o dever do DRI de divulgar, imediatamente, informação sobre fatos relevantes que tenham escapado do seu controle.

56. Por fim, a defesa alegou também que, como a oscilação atípica foi apontada em relação à cotação das ações de emissão da BRF e não da Marfrig, a conclusão quanto à regularidade da divulgação do Fato Relevante pela Marfrig não deveria ser impactada.

57. Respeitosamente, entendo que o argumento não deve prosperar.

58. Ao contrário do que alega o Acusado, o termo de acusação não impõe ao DRI, uma obrigação de “*monitorar os valores mobiliários de emissão de outras companhias listadas, além da Marfrig*”⁵³, o que extrapolaria os limites das atribuições desse profissional.

59. A eventual responsabilidade do DRI da Marfrig não é pautada na sua reação diante de suposta oscilação atípica sobre os papéis da BRF. No caso em tela, não foi a oscilação atípica nos valores mobiliários de outra companhia aberta que determinou o dever de

⁵⁰ Veja-se, também, que caso a Companhia pretendesse não fazer a divulgação sob o argumento de que colocaria em risco interesse legítimo, aplicar-se-ia perante a CVM o procedimento previsto no § 5º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

⁵¹ PAS CVM nº RJ2014/2314, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 27/10/2015.

⁵² MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. 2ª Ed. São Paulo: Almedina, 2022. pp. 231-233.

⁵³ Doc. nº 1434439, §12.



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

publicação imediata. Houve, afinal, o vazamento na imprensa do plano de investimento da Marfrig na BRF.

60. A Acusação demonstrou o vazamento de informação relevante, o que, por si só, já é suficiente como gatilho para a obrigação de divulgação imediata⁵⁴.

61. Na realidade, a regularidade da divulgação de fato relevante apurada neste PAS diz respeito aos elementos da operação de compra de ações da BRF realizada pela Marfrig⁵⁵, estes sim evidentemente compreendidos no escopo de responsabilidade do DRI da Marfrig, nos termos do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76.

62. Por razões econômicas e seus desdobramentos nas cotações de papéis em bolsa, é compreensível que tenha havido uma oscilação atípica nas ações da BRF, uma vez que esta era a companhia-alvo do plano de investimento na BRF.

63. Sendo assim, diante das características do caso concreto, entendo que restou configurada infração ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da ICVM 358, razão pela qual voto pela condenação do Acusado.

III. INCOMPLETUDE DA INFORMAÇÃO SOBRE AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE

64. A Área Técnica entende que o Acusado violou o art. 12, §2º, inciso II, da ICVM 358, uma vez que não foram divulgados todos os instrumentos de derivativos contratados pela Companhia à época, na Comunicação sobre Participação Relevante que foi encaminhada à BRF.

65. Este aspecto dos derivativos é justamente o ângulo que distingue este caso em específico dos inúmeros outros julgados existentes no Colegiado da CVM sobre falhas em relação ao dever de divulgar e traz ineditismo a este julgamento.

⁵⁴ Doc. 1400955, §64.

⁵⁵ Nesta direção, o termo de acusação destaca que “*Considerando a natureza e volume das operações de compra de ações da BRF que a Marfrig estava realizando e sobre as quais vinha tentando manter sigilo, o DRI da Marfrig deveria estar atento não somente a esse tipo de evento na bolsa [oscilação atípica], como a qualquer notícia que eventualmente surgisse sobre o assunto*”. (Doc. 1400955, §62)



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

66. De acordo com a Acusação, ainda que exclusivamente de liquidação financeira e acessórios ao *Loan Agreement*, os derivativos deveriam ter sido incluídos na comunicação sobre o atingimento de participação relevante na BRF realizada em 21/05/2021, inclusive com “*as devidas ressalvas sobre o fato de ser uma posição vendida e de estarem vinculadas à garantia em financiamento que estava, à época, pendente de aprovação pelo CADE*”.⁵⁶

67. O Acusado, por outro lado, sustenta, basicamente, que não era necessária a divulgação dos derivativos, uma vez que: **(i)** se tratava de derivativo de liquidação exclusivamente financeira; **(ii)** com objetivo de fornecer proteção à garantia do *Loan Agreement*, que à época estava pendente de assinatura e desembolso; sendo que **(iii)** a divulgação dos contratos de derivativos poderia passar a impressão equivocada sobre a participação acionária efetiva da Companhia na BRF.

68. Entendo que assiste razão à Acusação pelas razões que exponho abaixo.

69. O art. 12 da ICVM 358 exige que investidores que atinjam participações relevantes⁵⁷ encaminhem à companhia investida determinadas informações sobre tais negócios⁵⁸. O diretor de relações com investidores da companhia, por sua vez, deve transmitir as informações recebidas à CVM e, se aplicável, às entidades administradoras dos mercados em que a companhia tiver ações admitidas à negociação⁵⁹, observada a necessidade de publicação de aviso nos casos previstos no art. 12, §5º, da ICVM 358.

70. Ao analisar os fundamentos para tal exigência, o então diretor Marcos Barbosa Pinto acertadamente destacou que:

“A segunda e mais importante razão é que a finalidade da norma ao exigir a divulgação da negociação de participações relevantes é informar ao mercado sobre alterações significativas na distribuição de direitos patrimoniais e políticos entre acionistas, bem

⁵⁶ Doc. nº 1400955, §28.

⁵⁷ Nos termos do art. 12, §1º, da ICVM 358, consideram-se participação relevante aquela que “ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta”.

⁵⁸ Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações: (...) III – número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas; (...).

⁵⁹ Art. 12, §6º, da ICVM 358.



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

como na dispersão e liquidez das ações da companhia.

Para que a norma atinja essa finalidade, basta que o mercado seja informado quando o controle das referidas participações societárias for alterado. Alterações em participações minoritárias indiretas ou transferências sem alteração de controle são irrelevantes para que o mercado determine como os direitos patrimoniais e políticos são distribuídos ou o grau de liquidez e dispersão das ações no mercado.”⁶⁰

71. Com o surgimento de novas modalidades e ampliação do uso de derivativos, alguns investidores passaram a utilizar tais instrumentos para ampliar sua exposição em ações de emissão de companhias abertas, sem que fosse necessário adquirir as ações diretamente.

72. Nesse contexto, exemplificativamente, os derivativos de liquidação financeira (*i.e.*, *cash-settled equity derivatives*) tornaram-se instrumento para aumentar a exposição de determinados investidores em ações de companhias, sem a incidência de determinadas obrigações legais, autorregulatórias e/ou estatutárias.⁶¹

73. Além disso, percebeu-se um outro efeito decorrente de tais operações com derivativos financeiros. A celebração de instrumentos derivativos, ainda que de liquidação exclusivamente financeira, acaba frequentemente produzindo resultados análogos à aquisição de ações por parte do investidor, uma vez que a sua contraparte tende a adquirir ou tomar emprestadas as ações para fins de proteção patrimonial⁶².

74. Tal efeito é especialmente relevante no contexto de aquisição de participações relevantes, inclusive em casos de tomadas de controle acionário (*takeovers*) e/ou de assunção

⁶⁰ Trecho de voto proferido pelo Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto no âmbito do PAS CVM nº RJ2009/1365, j. 13.07.2010, p. 7.

⁶¹ Neste sentido, cite-se, por exemplo: (i) análise realizada pelo Takeover Panel Australiano no contexto da oferta para aquisição do controle da Spotless Group Holdings Limited pela Downer EDI Services Pty Ltd. *Spotless Group Holdings Limited [2017] ATP 5*, disponível em <https://takeovers.gov.au/reasons-decisions/2017-atp-9?doc=reasons>. Acesso em 6/6/23; (ii) análise em *position paper* da Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (“CONSOB”) sobre a divulgação de derivativos de liquidação financeira, em que são referenciados: (a) a aquisição pública de ações da Continental pela Schaeffler; (b) o caso CSX vs. The Children’s Investment Fund’s Management (TCI); e (c) o caso Ifil-Exor, disponível em <https://www.consob.it/documents/1912911/1992795/dp_cash_derivatives_20091008.pdf/8c39bcab-e36a-3cb0-7ead-d3f4724f1558>. Acesso em 6/6/23

⁶² Há muitos estudos no exterior sobre a utilização dos derivativos como instrumentos que se morfam ou transformam em participação societária. Como exemplo, veja-se: HU, Henry T. C. e BLACK, Bernard S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*. *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007, ECGI - Law Working Paper No. 56/2006, McCombs Research Paper Series No. FIN-02-06, U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 53, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=874098>. Acesso em 10/07/2023.



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

de posições de protagonismo societário com participações societárias expressivas (embora não sejam suficientes para obtenção do poder de controle majoritário isolado⁶³).

75. O receio é que operações com derivativos não divulgadas ao mercado possam produzir, em determinadas circunstâncias, relevante impacto na liquidez e na dispersão dos valores mobiliários da companhia-alvo.⁶⁴⁻⁶⁵

76. Note-se, ainda, que a aquisição de participação relevante envolvendo a utilização de instrumentos de derivativos de liquidação financeira é capaz de gerar impactos tanto do ponto de vista da eficiência do mercado quanto, como dito, de governança corporativa. Isso porque tais instrumentos podem ser manejados de modo a encobrir a participação societária efetivamente detida, bem como para ocultar a real influência que a sua propriedade confere aos seus titulares⁶⁶.

77. Tal fenômeno pode afetar as negociações de valores mobiliários no mercado de capitais, especialmente quando houver disputas pela aquisição dos papéis da companhia, com múltiplos interessados na aquisição dos valores mobiliários, que podem estar em situação de desvantagem competitiva no contexto de eventual disputa pela aquisição dos mesmos papéis; gerando assimetria informacional e afetando a adequada formação de preço.

78. Essa nova dinâmica fez com que diversos reguladores passassem a exigir a divulgação sobre a existência e as características dos derivativos de liquidação exclusivamente financeira no contexto de aquisição de participação relevante.⁶⁷

79. Neste contexto, em linha com a regulação internacional e na esteira de alguns casos

⁶³ Vide NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. rev. ampl. e atual. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51.

⁶⁴ Audiência Pública SDM nº 11/2013, Processo CVM nº RJ2008-11441.

⁶⁵ A Autarquia reconheceu a possibilidade de a contraparte assumir um risco direcional ou adotar outros meios que não a aquisição das ações subjacentes para reduzir ou anular sua exposição (e.g., por meio da contratação de outros derivativos). Todavia, considerando (i) a possibilidade da contraparte venha a adquirir a totalidade das ações referenciadas no contrato de derivativo; (ii) que o contrato tenha sido construído justamente para produzir tal efeito; e (iii) que os contratos de derivativos podem evitar a incidência das demais regras previstas na ICVM 358, optou-se pela exigência de divulgação mais ampla.

⁶⁶ DE NARDIS, Eugenio Simone and TONELLO, Matteo, *Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests (July 2010)*. Conference Board Director Notes No. DN-009, <https://ssrn.com/abstract=1648526>. Acesso em 06/06/2023.

⁶⁷ UK Government, Takeover Panel, Take Over Code, Rule 8.3 e Note 7(a). <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code>. Acesso em 22/6/23. Australian Government, Takeover Panel. Guidance Note 20 – Equity Derivatives. <https://takeovers.gov.au/guidance-notes/gn20-2>. Acesso em 6/6/23.



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

concretos analisados pela Autarquia⁶⁸, com a edição da Instrução CVM nº 568/2015 (“ICVM 568”), que alterou a ICVM 358, passou-se a se exigir expressamente que, no contexto da aquisição ou alienação de participação acionária relevante, também fossem divulgados “*instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira*” (grifei).⁶⁹

80. A redação do dispositivo é bastante clara e precisa, não deixando dúvidas em relação à necessidade de o acionista encaminhar à companhia informação sobre eventuais derivativos referenciados em ações que detenha, seja de liquidação física ou financeira, isto é, independentemente de envolverem ou não a entrega efetiva das ações a que se referem.

81. O objetivo do dispositivo foi garantir maior transparência e equidade no contexto de aquisição de participação relevante, estendendo a necessidade de divulgação aos instrumentos derivativos, que podem, em determinados casos, gerar efeitos similares no mercado à aquisição direta das ações.⁷⁰

82. Com relação ao caso concreto, como detalhado no Relatório, a Companhia alinhou a contratação de um *Loan Agreement* perante determinada instituição financeira (“Banco”), que seria formalizado após a aprovação da operação pelo CADE, a fim de financiar a aquisição de ações BRF3 e a implementação do plano de investimento na BRF.

83. Como garantia ao empréstimo que seria contratado, a Companhia alienaria fiduciariamente determinadas ações da BRF adquiridas pela Marfrig. Com objetivo de mitigar os riscos decorrentes de oscilações no preço das ações da BRF que serviriam de garantia no âmbito do *Loan Agreement*, a Companhia contratou operações de compra e venda de opções (*i.e.*, estrutura de *Collar*) junto ao Banco, razão pela qual se aduz que o objetivo de proteção (*hedge*) buscado com a contratação dos referidos derivativos só restaria “aperfeiçoado” depois que o financiamento fosse efetivado.

⁶⁸ Neste sentido, vide, por exemplo, o PAS CVM Nº RJ2010/2419, instaurado para apurar responsabilidades por eventuais irregularidades ocorridas no contexto da aquisição do controle da GVT (Holding) S.A e que resultou na celebração de Termo de Compromisso no âmbito do PA CVM RJ2010/15761.

⁶⁹ Art.1º da Instrução CVM Nº 568, de 17 de setembro de 2015.

⁷⁰ No âmbito do PAS CVM Nº RJ/2010-15761, foi suscitado que mesmo informações a respeito do lastro de opções de compra contratadas por uma companhia, com o objetivo de serem exercidas em um processo de tomada de controle, deveriam ser informadas. No caso, a não divulgação das referidas informações teria tido a intenção de frustrar oferta pública de aquisição de ações em andamento, pois transmitiu certeza equivocada sobre a concretização da aquisição de ações da companhia-alvo mediante contratos de derivativos lastreados em títulos de liquidação meramente financeira.



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

84. De todo modo, em decorrência da contratação das operações com derivativos mencionadas acima, o Banco ficou com uma posição financeiramente comprada em BRF equivalente a 41.272.135 ações. De forma a mitigar esse risco, o Banco deveria assumir uma posição financeiramente vendida em ações da BRF equivalente à mesma quantidade de ações.

85. Nesse contexto, o Banco realizou empréstimo de 41.272.135 ações da BRF no mercado e, diante do interesse da Companhia na aquisição dessas ações que tomou emprestadas, celebrou o contrato de compra e venda com a Companhia, regulando os termos e condições para alienação das referidas ações pelo Banco à Companhia, de forma privada.

86. Portanto, ainda que tivessem sido celebrados com o escopo inicial de proteção do risco de variação das ações da BRF dadas em garantia para o *Loan Agreement*, os contratos de derivativos contratados acabaram por impactar a dispersão e liquidez das ações da BRF, na medida em que 41.272.135 foram retiradas do *free float* ao serem tomadas emprestadas pelo Banco e posteriormente adquiridas pela Companhia.

87. A regra introduzida pela ICVM 568 pretendia dar transparência e resguardar exatamente esse tipo de situação, qual seja, a negociação de ações da companhia-alvo por contraparte na operação com derivativos. A redação do dispositivo era bastante clara em relação à necessidade de divulgar tais derivativos, não deixando margem para interpretações diferentes.

88. Sendo assim, em linha com as exigências impostas pela ICVM 358, entendo que os derivativos de liquidação exclusivamente financeira então celebrados entre a Companhia e o Banco deveriam ter sido expressamente indicados no âmbito da Comunicação sobre Participação Relevante da Companhia na BRF, pois sua contratação não foi posterior à referida comunicação.

89. Nesse sentido, não merece prosperar o argumento sustentado pela Defesa de que os instrumentos derivativos só deveriam ter sido comunicados a partir do momento em que o objeto de proteção dessas operações de derivativos foi constituído (*i.e.*, aprovação do plano de investimento pelo CADE). Ora os efeitos da realização das operações de derivativos foram imediatos (e não somente quando da aprovação do plano de investimento pelo



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

CADE). O preço das ações alienadas fiduciariamente foi “travado” naquela ocasião, bem como a exposição positiva do Banco às ações da BRF, que resultou na necessidade de aluguel de ações no mercado, também foi imediata.

90. Desta forma, ainda que a Marfrig tenha comunicado à BRF sobre os instrumentos de derivativos em 22.10.2021⁷¹, tal informação deveria ter constado da Comunicação sobre Participação Relevante realizada em 21/05/2021, uma vez que os referidos contratos já haviam sido celebrados e seus efeitos percebidos naquela ocasião.

91. Diante do exposto, entendo que a Comunicação sobre Participação Relevante foi incompleta, em violação ao disposto no art. 12, §2º, inciso II, da ICVM 358/02.

92. Todavia, tendo em vista que: **(i)** a Companhia adquiriu a totalidade ações da BRF tomadas emprestadas pelo Banco; e **(ii)** que essas ações foram contempladas dentro da participação acionária total divulgada no âmbito da Comunicação sobre Participação Relevante, entendo que os prejuízos informacionais decorrentes da falha foram mitigados, o que deve ser levado em consideração para fins de dosimetria da pena.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

93. Em resumo, concluo que restaram comprovadas as seguintes infrações em face do Acusado:

(i) divulgação intempestiva de Fato Relevante, em violação ao disposto art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 c/c art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02; e

(ii) comunicação realizada de modo incompleto quanto à aquisição de participação relevante, em infração aos art. 12, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 358/02.

94. Passando à dosimetria da pena, destaco, inicialmente, que o julgador deve atentar-se aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade na dosimetria das penas, cabendo

⁷¹ Conforme comunicação constante do Doc. 2 da defesa apresentada pelo Acusado. Doc. SEI nº 1434439.



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

ao Colegiado avaliar a gravidade em abstrato do ilícito e as condutas⁷², observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, conforme previsto na legislação aplicável.

95. Noto que os fatos que deram causa a este PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, de modo que são aplicáveis os parâmetros previstos na atual redação da Lei nº 6.385/1976⁷³ e na Resolução CVM 45/21.

96. Além disso, verifica-se que a divulgação intempestiva de fato relevante e a divulgação incompleta sobre aquisição de participação relevante constituem infrações graves, nos termos do art. 18, *caput*, da então vigente ICVM 358⁷⁴⁻⁷⁵.

97. Com relação à imputação de divulgação intempestiva de fato relevante, configurando descumprimento ao art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 c/c art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da ICVM 358 vigente à época dos fatos, entendo que a penalidade adequada é a de multa pecuniária, nos termos do art. 11, inciso II da Lei nº 6.385/76. Em linha com

⁷² Neste sentido, o Anexo A da Resolução CVM 45/21 estabelece o limite de pena base de multa pecuniária de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais) para (i) não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante; e (ii) não elaboração ou elaboração de informações periódicas e eventuais em desconformidade com a regulamentação e a legislação aplicáveis, exceto a elaboração das demonstrações financeiras.

⁷³ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III - (revogado); IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. §1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito”.

⁷⁴ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a transgressão às disposições desta Instrução.”.

⁷⁵ A Instrução CVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/2021, que entrou em vigor em 1º de setembro de 2021. As infrações à Resolução CVM nº 44/2021 também são consideradas graves, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, nos termos do seu art. 19.



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

precedentes⁷⁶, proponho a fixação da pena-base em R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais).

98. Nos termos do art. 66, II, da Resolução CVM nº 45/2021, reconheço os bons antecedentes do Acusado, como circunstância atenuante, a incidir sobre a pena-base fixada no percentual de 15%.

99. Com relação à imputação de divulgação incompleta sobre aquisição de participação relevante, configurando descumprimento ao art. 12, §2º, inciso II, da ICVM 358, entendo que deve ser aplicada a pena de advertência⁷⁷, com fundamento no art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76.

100. Em que pese a gravidade da conduta em abstrato, à luz das características particulares do presente caso, a aplicação da penalidade de menor gravidade é justificável, em caráter pedagógico, especialmente tendo em vista: (i) a ausência de precedentes de processos administrativos sancionadores da CVM, que envolvessem especificamente a divulgação de instrumentos financeiros derivativos; e (ii) o fato da divulgação sobre a aquisição de participação relevante ter contemplado as ações adquiridas do Banco, posteriormente à realização das operações com derivativos, mitigando, portanto, os prejuízos informacionais decorrentes da divulgação incompleta sobre a aquisição de participação relevante.

101. Assim, pelo exposto, com fundamento nos art. 11, inciso I e II da Lei nº 6.385/76, à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, voto pela **condenação** do Acusado:

- (i) À penalidade de **multa pecuniária** no valor de R\$340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) por infração ao art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 c/c art. 3º e art. 6º, parágrafo único, da ICVM 358; e
- (ii) À penalidade de **advertência**, por violação ao art. 12, §2º, inciso II, da ICVM 358.

⁷⁶ Por exemplo, (i) PAS CVM Nº RJ2018/5064, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 25/05/2021; (ii) PAS CVM nº 19957.008986/2020-47, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 23/11/2021; e (iii) PAS CVM nº RJ2014/2314, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 27/10/2015.

⁷⁷ Assim, nos termos do art. 60, I c/c art. 68 da Resolução CVM nº 45/2021, deixo de aplicar o procedimento previsto nos arts. 62 a 66.



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

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2023.

João Pedro Nascimento

Presidente Relator