



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.007285/2022-52

Reg. Col. nº 2808/23

Acusado: Cia. Hering e Fabio Hering
Assunto: Possível *insider trading*, em infração ao artigo 155, §1º, da Lei 6.404 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002
Relator: Diretor Daniel Maeda
Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho os votos do Presidente João Pedro Nascimento e Diretores Marina Copola e Otto Lobo quanto à conclusão da absolvição dos Acusados, bem como a parte da fundamentação. Voto para registrar parciais divergências em relação a alguns dos fundamentos e tratar de alguns pontos adicionais.

I. ATIPICIDADE DA CONDUTA DESCRITA PELA ACUSAÇÃO FRENTE À LEI 6.404

I.I. Desleal é o ato que prejudica a companhia

2. A conduta atribuída ao acusado Fabio Hering e à companhia que leva o nome de sua família é a de que ele teria usado informações sigilosas a que tinha acesso para fazer a empresa adquirir, em programa de recompra, ações de sua própria emissão; tais informações indicariam que as ações estariam prestes a sofrer uma valorização, de modo que a conduta teria tido a intenção de “beneficiar a companhia”.

3. No entendimento da Acusação, isto violaria o art. 155, §1º da Lei 6.404 e o art. 13 da Instrução CVM 358.

4. Abstraio, neste primeiro momento, as seguintes questões de que trato adiante: se os fatos que a Acusação afirma constituírem “*fatos relevantes*” realmente mereciam tal qualificação jurídica, e se a conduta teria sido provocada pela intenção de obter tais vantagens. Por ora, assumo tais premissas da Acusação como verdadeiras.

5. Nessa hipótese, teria havido a violação ao art. 13 da Instrução 358, mas não ao art. 155, §1º, da Lei 6.404. A norma infralegal é clara ao vedar à companhia a negociação com suas próprias ações na pendência de divulgação de informação relevante e, com as premissas estabelecidas no parágrafo acima, ela incidiria sobre as recompras que a Acusação diz ilegais:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Quanto ao art. 155, §1º, inicialmente repito o que afirmei no voto no caso Grazziotin (PAS 19957.007727/2018-84, relatado pelo Diretor Otto Lobo, julgado em 28.5.202 - obs.: notas de rodapé e destaques mantidos idênticos):

2. A conduta que a Acusação atribui [ao Acusado] foi a de adquirir *para a companhia* ações de sua própria emissão. Dizem o caput e o §1º do art. 155:

Dever de Lealdade

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

3. Qual exatamente a conduta vedada? É “valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”. Para si é claro que não foi. A questão que sobra é se a companhia seria “outrem”.

4. A finalidade de “*obter vantagem*” é uma ideia incompleta para justificar a reprovabilidade de uma conduta. Conscientemente, ninguém age para obter desvantagem. A vantagem só é reprovável quando em detrimento de algum prejudicado¹.

5. Entender a companhia como “outrem” seria uma leitura semanticamente possível, se a frase fosse lida isoladamente. Mas não há isolamento. O art. 155 constitui a subseção intitulada Dever de Lealdade, da Seção IV, Deveres e Responsabilidades, do Capítulo XII da LSA, Conselho de Administração e Diretoria. Trata da lealdade *perante a companhia*. O que ele veda é praticar condutas que a lesem, condutas que administradores pratiquem buscando benefício próprio (ou de outrem) em *detrimento* da companhia.

6. Isso fica claro da leitura dos incisos do caput: o administrador não pode usar, “em benefício próprio ou de outrem”, oportunidades que conheceu em razão do cargo; a oportunidade só pode ser usada em favor da companhia (inciso I). Não pode omitir-se em relação aos direitos da companhia, nem em relação a oportunidades de negócio para obter vantagens “para si ou para outrem” (inciso II). E não pode, sabendo que a companhia irá comprar algo, adquiri-lo para lhe revender com lucro – o que é uma vantagem obtida, por óbvio, em detrimento² da companhia (inciso III).

¹ No Código Penal, por exemplo, onde há a ideia de vantagem para si ou para outrem, há sempre alguém prejudicado. E.g., art. 155, 156, 157, 158, 159, 171, 177 §2º, 261 §2º, entre outros.

² Não pelo lucro em si, mas pelo fato de este decorrer do uso que o administrador faz, numa situação como a do inciso III, da informação de que a companhia iria adquirir aquele bem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. O vocábulo *outrem* tem, portanto, significado cristalino no caput: o beneficiário da conduta da prejudica economicamente a companhia, quando não o próprio administrador. Essa inversão de sentido do vocábulo, no contexto específico, acaba por pressupor que a companhia estaria sendo beneficiada porque alguém lhe foi desleal, o que contraria toda a construção jurídica do que significa dever de lealdade, e até mesmo o alcance das palavras.

8. Pode-se, reconheço, argumentar que haveria uma “deslealdade” não para com a companhia, mas com os acionistas que venderam suas participações (embora o texto legal fale na companhia e não em acionistas). Porém, de um lado isso requer uma interpretação ampliativa, pois pressupõe trazer para uma transação comutativa (em que as partes agem cada uma por si) um dever fiduciário, próprio das transações em que uma parte age afetando o patrimônio da outra. E de outro, é no mínimo discutível se quem vende as ações pode ser considerado “prejudicado” nesse caso – especialmente se a venda for de apenas parte da posição (já que haveria algum ganho nas ações mantidas)³.

9. Nesse sentido, aponto também que a Instrução 358, ao tratar dos planos de investimento individuais, pelos quais *insiders* podem adquirir ações, prevê exatamente que caso o adquirente venha a obter ganhos, ele deve revertê-los à companhia. (Instrução CVM 358, art. 15-A, §2º, II). Trata-se de vantagens advindas exatamente de razões informacionais na antecedência de divulgação de resultados (nos termos da regra, “perdas evitadas ou ganhos (...) decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP”). Não cogita a norma de reverter resultados a contrapartes nas negociações, e sim à companhia. Ou seja, numa tal situação, a própria regulação prevê que a companhia deva ser destinatária de ganhos decorrentes de negociação às vésperas da divulgação de informações financeiras: tais ganhos não podem ser apropriados pelos *insiders*, mas devem ser da companhia.

10. Outro argumento possível e relevante em sentido contrário é o de que o dever de lealdade não permite que o administrador pratique atos ilegais para beneficiar a companhia. Concordo, obviamente, que o dever de lealdade permite apenas a prática de atos lícitos para beneficiar a companhia. Mas dizer que o administrador não poderia fazer a companhia recomprar ações em benefício da própria companhia porque não pode buscar benefícios por meio de atos ilícitos é uma perfeita, ainda que sutil, petição de princípio. O que se está discutindo aqui é exatamente se essa recompra é proibida. No fim das contas, o argumento diz que a recompra em tal situação não pode ser permitida porque é ilegal – quando é justamente o enquadramento ou não na vedação que se está a discutir.

11. No mais, não vejo como conciliar um mínimo de sistematicidade da lei societária com uma leitura em que o mesmo termo, quando usado em um parágrafo, adota significado diametralmente oposto ao que tem no caput. Não bastasse a ligação formal, de o parágrafo ser acessório do caput, o texto do §1º ainda usa o “ademais”, para ligar materialmente o conteúdo. O caput diz: “administrador, você não pode obter vantagem para si ou para outrem em detrimento da companhia”. Daí, o §1º diz: “ademais, você tem que guardar sigilo das informações da companhia e não as pode usar para obter vantagem para si ou para outrem”. E eis que, *fiat ius*, o “outrem” troca de significado dentro do mesmo artigo? Não vejo desta forma. E não custa lembrar que os §§1º a 3º do art. 155 são originais da lei de 1976, o que me parece reforçar a adequação de ler palavras idênticas com significados uniformes.

³ Para uma exposição menos resumida dessa questão, remeto a artigo de minha autoria, *Insider Trading – Algumas Reflexões*, publicado no livro *Brasil S/A – Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras*. Coordenadores: Carlos Nogueira et. al., 3ª ed., São Paulo: DFIN, 2024. Págs. 332-344.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Tampouco vejo como conciliar tal leitura com a interpretação restritiva que deveria, supostamente, imperar ao lidar com a aplicação de penalidades.
7. Na nota de rodapé nº 1, reproduzida no trecho acima, menciono texto acadêmico em que examino a questão da recompra na posse de informações. Transcrevo algumas passagens mais diretamente aplicáveis:

Vimos [anteriormente neste artigo] também que, quando *insiders* adquirem ações das empresas em que trabalham com base em informação privilegiada, não extraem seus ganhos extraordinários do nada. Ainda que não prejudiquem diretamente aqueles que lhes venderam as ações (em transações impessoais, em bolsa, iniciadas pelos vendedores etc.), eles concentram ganhos que teriam sido apropriados aleatoriamente por outros investidores.

Daí a questão: pode ser que esteja no interesse da coletividade de acionistas que, em situações como a ora imaginada, a própria companhia faça o que os *insiders* têm a tentação de fazer para si. Ou seja: usar reservas de caixa para comprar para sua tesouraria as ações de quem as está oferecendo em bolsa. Os *insiders* não poderiam apropriar-se da informação e desviar para si a oportunidade que os investidores lhes proporcionaram, mas a empresa, sim. Claro que daí surgem dúvidas: uma coisa é comprar ações baratas de outras empresas, mas recomprar ações de sua própria emissão não implicaria uma quebra de confiança? A companhia não estaria obtendo vantagem em detrimento de seus próprios acionistas?

Depende. O que é a “companhia” nesse contexto, se não os acionistas que nela permanecem? Quando a companhia recompra ações, ela faz as participações dos acionistas remanescentes aumentarem proporcionalmente. O bolo (da capacidade de geração de lucro) passa a ser dividido em menos fatias; e supondo que a informação seja de boas perspectivas, o bolo aumenta de maneira uniforme para as fatias que permanecem.

Se a companhia não recomprar, o crescimento total do bolo é o mesmo, mas o número de fatias se mantém. Cada fatia ainda cresce, porém menos do que cresceriam se as fatias de quem reduziu ou zerou as suas fossem distribuídas entre as demais, como na recompra.

Os efeitos no bolo e nas fatias, porém, não encerram o assunto. Tentemos pensar no que um acionista qualquer (atual ou potencial) escolheria. Num dado momento, ele pode pretender manter, diminuir, extinguir ou aumentar (incluindo a partir do zero) sua posição acionária.

Para quem não pretende modificar sua participação, uma opção é que as ações que outros acionistas oferecem à venda no mercado sejam compradas por investidores aleatórios, que concentrarão os ganhos extraordinários; outra é que esses ganhos sejam concentrados na companhia, e assim distribuídos por toda a base acionária.

Para quem pretende zerar sua participação, é indiferente quem fica com os ganhos posteriores, mas para quem quer apenas reduzi-la, parece menos desejável que as ações que vender vão para outros acionistas, que terão os ganhos sozinhos, do que uma parte desses ganhos “voltar” para quem as vendeu, por meio da participação que conservou. Além disso, tendo a companhia como comprador adicional, há pressão do preço para cima, o que permite que as vendas transcorram por preços mais elevados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Já para quem pretende aumentar sua participação, haveria a diminuição da probabilidade de ter ganhos inesperados e a necessidade de pagar mais pelas novas ações, já que concorre com a própria companhia. Por outro lado, essas duas desvantagens são acompanhadas pela (e de certa forma, são o preço da) maior valorização da participação que esse acionista terá.

Deve-se reconhecer que, diferentemente das demais hipóteses, para investidores nessa última situação – comprando ações – não necessariamente deveria haver preferência pela postura da companhia de realizar a recompra quando detentora de informação exclusiva. Quanto mais aversão a risco, e quanto menos potencial de geração de informação de qualidade, maior tendência a ver vantagem nessa configuração. Por outro lado, maior aptidão a risco pode fazer com que o investidor prefira a chance de valorizações abruptas; da mesma forma, uma maior capacidade de fazer pesquisas e análises, que permitam obter vantagem informacional sobre os demais investidores, também é um fator que pode levar investidores a preferirem uma postura de abstenção de negociação por parte da companhia, quando em posse de informação privilegiada sobre seus negócios. Para ilustrar esse ponto, pode-se pensar na hipótese limite de alguém que tenha plena convicção de que é capaz de descobrir qualquer informação relevante sobre as companhias: essa pessoa certamente preferiria que a companhia não comprasse ações quando em vantagem informacional, para que pudesse comprá-las para si sem a concorrência de outro comprador no mesmo nível de informação.

Investidores grandes e sofisticados podem reduzir o risco com alta diversificação, podendo sujeitar-se a mais risco em cada investimento. São também os que têm maior disponibilidade financeira para investir na produção e levantamento de informações sobre as companhias. Esses são dois vetores que poderiam levar a uma preferência pela abstenção de negociações pela companhia com base em informação exclusiva sobre si própria. E como são os grandes investidores que respondem pela maior parte do volume de negociações, a possível preferência desses grandes investidores por abstenção pode prevalecer sobre a eventual preferência dos investidores pequenos pelo uso da informação privilegiada em favor da coletividade de acionistas (por não terem geração informacional própria e tenderem a maior aversão a risco).

Outro fator que também pode ser considerado do interesse dos acionistas em geral é que, num cenário como o aqui imaginado, uma postura da companhia de não abrir mão da oportunidade de comprar ações de sua emissão, oferecidas antes da divulgação de fatos extraordinários, aproxima o preço das ações do valor econômico teórico correspondente à realidade fática atual, sem que a empresa precise revelar segredos que podem ser comercialmente estratégicos. Nesse sentido, é uma forma de ter vantagens dos dois lados: mantém-se o sigilo do que for necessário, sem que a cotação das ações precise ficar tão defasada da perspectiva de melhores resultados.

8. Como se nota, os trechos acima não tratam especificamente dos termos utilizados pela Lei 6.404 ou outras normas, mas apenas de aspectos que informam (ou deveriam informar) a questão sob um ponto de vista deontológico, como efeitos econômico-financeiros decorrentes dos atos – não tanto sob adivinhações sociológicas sobre confiança e comportamento futuros, mas da ordem dos efeitos objetivamente verificáveis nos negócios realizados. Em todo caso,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

são compatíveis com a interpretação da Lei 6.404 que sustento neste trecho, rejeitando essa noção um tanto bizarra segundo a qual uma entidade poderia ser desleal consigo mesma, mais próxima à literatura psiquiátrica que à jurídica.

9. Em suma, tende a ser do interesse da coletividade de investidores de uma companhia que ela use reservas de capital para fazer recompras quando entende estar o preço abaixo do teórico, pois (i) distribui os ganhos para a coletividade dos acionistas ao invés de concentrá-los naqueles que as teriam adquirido; (ii) assegura preços superiores a quem está vendendo (pois a companhia precisa prevalecer sobre as demais ofertas); e ainda (iii) aproxima o preço do seu valor econômico teórico obtido a partir de um conjunto informacional mais completo. Quanto a este último ponto, noto que é abordado pelo ilustre Relator ao expor seu entendimento sobre a formação de preço, do que respeitosa e divirjo, pois embora a meu ver haja legítimas razões para proibir o uso de informações privilegiadas, especialmente em defesa do dever de lealdade perante a coletividade dos acionistas, parece-me difícil questionar o aspecto da rápida formação de preços rumo ao que melhor reflete a situação atual da companhia, que é exatamente o que se observa quando há vazamento de informações, em que os preços se aproximam do novo valor teórico.

10. Nessa linha, passo a tratar de um dos pontos trazidos pela defesa da Hering, de que a companhia não teria sido beneficiada pela aquisição das ações, especialmente em virtude de seu subsequente cancelamento.

I.II. O argumento de ausência de prejuízo à companhia

11. Diz a Defesa da Hering (itálicos e negritos originais):

193. Como já exposto, o dolo específico do *insider trading* [...] consiste no intuito de obter vantagem ao negociar de posse de uma informação privilegiada [...] que se sabe capaz de impactar o curso da cotação do papel. Por isso, [...] a conduta típica de um *insider* consiste em desfazer-se da posição montada após a divulgação da referida informação, pois assim ele pode lucrar com o uso da informação privilegiada.

194. No entanto, como ressalta a SMI no termo de acusação, “**a acusada não se desfez dos ativos adquiridos**” (§ 273, grifou-se). [...].

195. [...] [E]nquanto as ações foram mantidas em tesouraria, elas não representaram nenhum incremento patrimonial para a Cia. Hering. Isso porque a aquisição de ações pela própria companhia tem consequências financeiras muito particulares, que divergem daquelas que são observadas quando as ações são compradas por outrem.

196. Nesse último caso, a pessoa se torna proprietária das ações e qualquer valorização do ativo tem por efeito incrementar o valor do seu patrimônio. Por isso, ainda que não venha a desfazer-se delas, pode-se dizer que a alta das ações, em razão da divulgação de um aviso de fato relevante, gera um “ganho teórico” para a pessoa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

197. Em contrapartida, na hipótese de as ações serem recompradas pela própria companhia emissora, não há, do ponto de vista econômico, a aquisição de ativos – a companhia, inclusive, não pode exercer boa parte dos direitos decorrentes da titularidade das ações, notadamente o recebimento de proventos em dinheiro. A rigor, ocorre uma operação de devolução de capital e, por essa razão, segundo o regime previsto no art. 182, § 5º, da Lei das S.A. [n. de rod. omit.], as ações em tesouraria implicam a dedução da conta do patrimônio líquido da qual saíram os recursos aplicados em sua aquisição [n. de rod. omit.]. Em definitivo, a ação em tesouraria não representa um ativo para a companhia.

198. Assim, as recompras efetuadas em abril de 2021 tiveram por efeito reduzir as reservas utilizadas para custear as aquisições e, por consequência, o seu patrimônio líquido. Isso significa que, a despeito da valorização da cotação das ações, tais operações representaram uma perda patrimonial para a Cia. Hering.

199. Mas não é só: [...] em 28.12.2021, no contexto da incorporação de suas ações pelo Grupo SOMA [n. de rod. omit.], a Cia. Hering cancelou a totalidade das ações mantidas em tesouraria, equivalente a 4.309.012 ações ordinárias, montante superior às 2.483.500 ações adquiridas em abril de 2021 [n. de rod. omit.]. Em uma palavra, as ações viraram pó!

200. Tal conduta é manifestamente incompatível com a típica do *insider trading* [...]. Afinal, qual *insider*, depois de ter negociado, cancela suas ações [...]?

201. Trata-se de mais um forte indício, que [...] refuta [...] o suposto dolo específico de obter vantagem com a cogitada utilização de supostas informações privilegiadas – a Cia. Hering não apenas teve uma perda patrimonial com as operações (em razão da redução do seu patrimônio líquido), como também cancelou as ações mantidas em tesouraria. Não se concebe, portanto, qualquer vantagem (quicá uma vantagem indevida) que possa ter sido auferida pela Defendente por meio da execução das recompras analisadas.

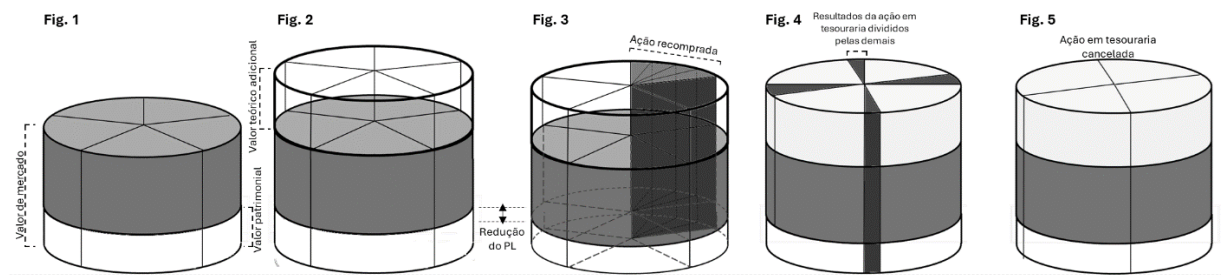
12. O argumento é elegante e entendo merecer considerações detidas.

13. Antes de tecer considerações adicionais sobre os argumentos da Defesa, ilustro graficamente os efeitos financeiros pelos quais entendo a recompra em tais cenários benéfica para os acionistas da companhia.

14. Para uma ilustração simplificada, parte-se de um capital dividido exemplificativamente em cinco partes. Na fig. 1, o cilindro é representativo do valor de mercado da companhia, não apenas do patrimônio, graficamente representado pela parte inferior do cilindro. Em seguida, a fig. 2 representa a diferença de percepção entre o valor de mercado e o valor teórico que a própria administração da companhia entende ser o correto, como a parte superior do cilindro. A companhia então recompra uma das cinco ações, representada pela cor mais escura, que vai para a tesouraria e fica “inerte”, ou seja, não recebe dividendos. A parte inferior do cilindro (valor patrimonial) sofre redução correspondente ao preço pago pela recompra (fig. 3). O valor econômico referente à ação recomprada passa a ser distribuído pelas quatro partes remanescentes (fig. 4). Tal efeito dura enquanto as ações estão em tesouraria e é tornado definitivo com seu cancelamento, sendo os resultados permanentemente divididos em apenas quatro partes (fig. 5):



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS



15. Na hipótese em que a recompra é feita com base numa informação sigilosa indicativa de valorização, essa quinta ação é recomprada pelo preço de mercado, digamos, por R\$ 20, mas seu valor teórico é superior, digamos, R\$ 24. Assim, o acréscimo a cada quatro ações remanescentes teria o valor teórico de R\$ 6 e teria sido adquirido por R\$ 5. Há um benefício a cada titular dessas ações remanescentes consistente nessa diferença de preço, o que significa dizer um benefício ao conjunto dos acionistas remanescentes. Note-se que isso se aplica para qualquer recompra em que a companhia tem uma percepção de que as ações estão sendo negociadas a preços abaixo do seu valor econômico, independentemente de essa percepção advir ou não de informações materiais não divulgadas – o caixa é reduzido pelo preço de aquisição, mas essa redução é inferior ao acréscimo no valor econômico. Essa diferença constitui um ganho para a base acionária resultante da recompra.

16. É nessa acepção que entendo haver um benefício para a companhia, que aí é entendida como um veículo para a consecução dos objetivos dos acionistas. De início, diante de sua própria exposição e discussão com os nobres representantes da Defesa, ocorreu-me apenas o entendimento já publicamente manifestado de que a companhia seria beneficiada pela recompra. Expus tal entendimento no texto acadêmico referido no §7, onde uso a ilustração com o crescimento e a divisão do bolo, e escrevi: *“O que é a ‘companhia’ nesse contexto, se não os acionistas que nela permanecem? Quando a companhia recompra ações, ela faz as participações dos acionistas remanescentes aumentarem proporcionalmente.”* Da mesma forma, no precedente a que me refiro no §6 deste voto, assim me pronunciei:

14. [...] O cancelamento de ações não afasta ganhos que a base acionária remanescente obtém, pois os resultados da companhia passam a ser divididos por menos ações. [...]

17. Porém, essa é uma noção econômica que não necessariamente, e nem sempre, é refletida pelo texto da lei. Nessa linha de raciocínio, a argumentação da Defesa e as considerações do voto do Presidente sobre o tema me fizeram refletir adicionalmente sobre o tema. Como se observa nos §§196-198 acima transcritos da peça da Hering, a noção de “companhia” confunde-se com seu próprio patrimônio. Essa noção a meu ver guarda compatibilidade com a ideia da abstração da pessoa jurídica como proprietária formal dos ativos e devedora dos passivos, em oposição à noção mais “realista” em que, na medida em que o ganho de valor é apropriado pelos acionistas, ele pode ser visto como ganho da companhia, já que esta só existe em função, e como instrumento de realização, do interesse dos acionistas. Juridicamente, porém, a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhia não é proprietária de si própria nem, por extensão, de seu valor econômico, e admito que é possível enxergar tal distinção. Se ela de um lado me parece uma artificialidade jurídica para *compreensão do fenômeno*, de outro estamos tratando de uma acusação em âmbito sancionador, em que a interpretação não pode admitir elasticidade para punir.

18. Assim, reconheço uma modificação parcial de meu entendimento, no sentido de que, embora considere haver ganho para “a companhia” *enquanto conjunto do interesse dos acionistas*, a estreiteza interpretativa própria do direito punitivo me parece exigir a aplicação da conceituação empregada pela Defesa, em que “a companhia”, *enquanto ente ficcional*, não recebe formalmente os ganhos (como receberia se adquirisse, por exemplo, ações de outra companhia ou qualquer outro ativo que assim fosse contabilizado em seu patrimônio).

19. Em outras palavras: há ganhos decorrentes da aquisição e posterior cancelamento, mas se a Acusação é de que os ganhos foram *para a companhia*, a distinção entre esta e os titulares últimos de seu patrimônio não poderia ser ignorada, e entendo que o argumento, com tais ressalvas, é procedente para fins de descaracterização da irregularidade (o que, ademais, complementa e reforça minha posição exposta nos §§2-8 deste voto).

II. INOCORRÊNCIA DE FATOS RELEVANTES

II.I. Proposta da Arezzo

20. Em relação à proposta da Arezzo para a efetivação de uma combinação de negócios com a Hering, acompanho o entendimento da Diretora Marina Copola de que tal proposta foi efetivamente rejeitada na RCA da Companhia de 8.4.2021, não havendo, assim, que se falar na existência de informação relevante pendente de divulgação na recompra de ações de 12.4.2021.

21. Uma vez já rejeitada a proposta no dia 8, considero coerente a argumentação da Defesa de que a contratação de assessores para analisar a proposta teve o objetivo de definir estratégias contra eventual tentativa de aquisição hostil por parte da Arezzo, e também para fornecer uma comunicação ao mercado mais apropriada e robusta quanto aos motivos da decisão. Também entendo ter razão a Defesa ao dizer que a administração da companhia não considerou relevante a informação, de modo a impor a divulgação ou a abstenção de negociações.

22. O argumento da Acusação (§249) de que a relevância das informações teria sido corroborada pelas significativas valorizações de HGTX3 quando divulgadas, acatado pelo Relator, pelo Presidente e pelo Diretor Otto Lobo, não me convence. Primeiro, porque metodologicamente a capacidade da informação de influenciar na decisão dos investidores deve ser feita não a partir dos resultados observados, mas sim sob uma perspectiva *ex ante*: era exigível que a administração considerasse a informação relevante *no momento da decisão* de divulgar ou não divulgar? Entendi que não. Nesse ponto a Defesa é muito consistente ao referir-se à prática do mercado brasileiro de não divulgar recusas. Com efeito, a negativa de um negócio significa que as coisas seguirão como estão. O relato do diretor financeiro e DRI da companhia corrobora o argumento, ao falar de sua surpresa ao ver o ativo se valorizar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

23. Uma coisa é defender-se de uma acusação de não divulgação porque o preço do ativo não se alterou, onde se usa o comportamento do mercado para corroborar um acerto da avaliação da companhia; outra é apoiar a acusação no que aconteceu, não só tratando a correlação como se causalidade fosse, como ainda por cima atribuindo aos acusados, olhando pelo retrovisor, o poder de prever o comportamento do “mercado”.

24. Pelo que observei do Termo de Acusação, não há argumentos fáticos para fundamentar o entendimento de que, no momento em que a recusa foi deliberada, tal informação deveria ter sido considerada relevante pela Companhia, apenas presunções (ao indicar dispositivos da ICVM 358, art. 2º, § único, e art. 13, §3º) e fatos posteriores (a valorização observada).

25. Além da questão metodológica, mesmo o argumento de que a divulgação do comunicado ao mercado teria causado a valorização é questionável do ponto de vista de suficiência probatória. Como bem aponta a Defesa, antes da abertura do pregão do dia 15 a Arezzo divulgou *como fato relevante* que teve sua proposta recusada pela Hering. Assim, qualquer que tenha sido a reação do mercado, ela levou em conta não a informação divulgada pela Hering por si só, e sim sua combinação com a divulgação por ambas as companhias, que permite inferências bastante diferentes sobre intenções – especialmente o que poderia ser lido como intenção da Arezzo de tentar uma oferta hostil, como observado no voto do Presidente (§30) – mas tal intenção é fato do ofertante, nunca do ofertado, que não tem como saber o que se passa na cabeça dos concorrentes salvo declarações expressas, de que nem se cogitou no caso.

II.II. Proposta do Grupo Soma

26. No tocante às negociações com o Grupo Soma, aponto, inicialmente, que a mensagem de WhatsApp recebida por Fábio Hering em 15.04.2021, convidando-o para uma reunião, não possuía a necessária concretude para ser considerada sequer uma proposta de combinação de negócios, muito menos uma proposta relevante.

27. Entendi da argumentação da Defesa que apenas a mensagem de WhatsApp teria sido apontada como fato supostamente relevante, mas de minha leitura da peça acusatória, especialmente os parágrafos que culminam na conclusão do §171 (que traz já à mensagem instantânea o caráter de relevante pelo que aconteceu depois), considerarei que todo o período entre tal mensagem e a efetiva divulgação ao mercado da combinação de negócios foi descrito como composto por fatos que demandariam a divulgação. Embora essa possa não ter sido a maneira mais precisa de indicar qual fato foi tido por relevante, pareceu-me que não apenas a primeira mensagem foi assim considerada e as alegações da Acusação foram suficientes para indicar seu entendimento de que os fatos subsequentes à mensagem também teriam materializado a característica de “relevância” com os deveres daí decorrentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Porém, o conteúdo das reuniões realizadas entre o recebimento da citada mensagem e o dia 22.04.2020, data da última operação de recompra considerada irregular pela Acusação, também não aparenta possuir materialidade suficiente que demandasse divulgação de fato relevante. Pelo que consta dos vários depoimentos colhidos na fase de investigação, em nenhum momento se tratou de valores ou mesmo de uma modelagem para o negócio pretendido. Naquele período, até se poderia cogitar que a informação tivesse atingido um grau de maturidade para demandar sua divulgação. Mas não identifiquei elementos probatórios para tanto.

29. Dessa forma, entendo que o único fato nos autos que teria implicado a necessidade de divulgação de fato relevante sobre a operação foi a proposta formal da Soma, de 23.4.2021.

30. Preocupa-me a leitura de que a mera mensagem inicial, transmitida pelo WhatsApp, possa ser tratada como o início do período em que havia informações relevantes pendentes de divulgação ou vedação de negociações. A meu ver, trata-se de uma conclusão somente possível de ser alcançada quando se aplica, e com muita força, o viés de retrovisor, já conhecendo o resultado daquelas interações. Se aquela mensagem resultou naquela combinação de negócios, isto em nada significa que o resultado pudesse ser previsível quando recebida, pois inúmeros outros eram possíveis.

31. Se aquela mensagem já era relevante, ela demandaria ou a dever de divulgar ou o dever de abstenção. E qual seria o fato relevante divulgado? “A Companhia informa que recebeu o convite para uma reunião e que só pode conceber que se trate de uma proposta de combinação de negócios”? E qual seria a reação do investidor? Só posso imaginar que considerasse a informação incompleta e inconclusiva, pois lhe faltariam mínimos elementos para até mesmo levar a sério a divulgação. E as perguntas que qualquer um gostaria de fazer nem mesmo teriam resposta naquele momento. Por exemplo: qual combinação de negócios? A companhia teria que divulgar um palpite de que acreditava que seria uma proposta de aquisição? Por que aquisição e não uma incorporação? E por qual preço? E por que forma de pagamento? E qual probabilidade de ocorrência? Que fato relevante é esse sobre conjecturas da intenção de executivos de outras companhias?

32. Espero que reflexões como essas sejam consideradas em possíveis casos similares, a fim de evitar a extrapolação do entendimento deste caso para abordagens para possíveis negócios e não gerar nos participantes do mercado um temor de iniciar tratativas sob risco de o sucesso importar, retroativamente, num entendimento da CVM de que o início já tinha a mesma relevância que a conclusão.

33. Com tais considerações, entendo que de maneira nenhuma a mensagem de convite para reunião, recebida no dia 15, possa ser considerada como fato relevante. Fatos subsequentes até poderiam ter configurado informação determinante de divulgação, mas entendo que não houve suporte probatório para tal conclusão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. AUSÊNCIA DO DOLO – DEFESA CONTRA POSSÍVEL AQUISIÇÃO HOSTIL

34. Acompanho o entendimento do Presidente João Pedro Nascimento e dos Diretores Marina Copola e Otto Lobo, no sentido de ter sido a recompra de ações um instrumento para tentar defender a companhia contra uma possível aquisição hostil. As manifestações de meus pares exauriram a questão, demonstrando a ausência do elemento subjetivo necessário para caracterizar *insider trading*, mesmo a infração fosse aplicável às recompras, que entendo não ser.

35. Nessa mesma linha, trato, por fim, do argumento de que os valores não foram suficientes para afetar o preço a ponto de comprovar a intenção de defender a Companhia da aquisição. Isto me parece inverter o ônus da acusação de demonstrar o dolo específico. Se os valores não foram suficientes para defender a companhia, por que seriam suficientes para caracterizar o dolo de obter benefício? Nesse sentido, a própria Acusação admite que a recompra no dia 15.4.2021 foi legítima, pelo fato de não haver nenhuma informação pendente de divulgação – a proposta recusada da Arezzo já havia sido comunicada ao mercado e o contato inicial do Grupo Soma ainda não havia sido feito. Qual seria, então, a motivação por trás dessa operação específica? A única explicação constante dos autos para tal operação é de que não só essa, como todas as outras recompras no período, tinham o mesmo objetivo de proteção aqui referido. Assim, entendo que essa aquisição corrobora a tese da Defesa de que a intenção não era a de obter benefícios com base em informação privilegiada.

IV. CONCLUSÃO

36. Com as considerações acima, voto pela absolvição dos acusados.

Brasília, 20 de agosto de 2024

João Accioly
Diretor