



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 19957.007285/2022-52

Reg. Col. 2808/23

- Acusados:** Cia. Hering e Fabio Hering
- Assunto:** Apuração de *insider trading*, em infração ao artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002, vigente à época
- Relator:** Diretor Daniel Maeda
- Voto:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI contra a Hering e seu então diretor presidente, Fabio. Conforme exposto no Relatório e no voto proferidos pelo ilustre Diretor Relator Daniel Maeda, imputou-se aos Acusados infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/02, então em vigor², por alegado uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, na aquisição de ações ordinárias HGTX3, de própria emissão da Companhia.
2. Em síntese, discute-se neste caso a alegada prática de *insider trading*.
3. Nos dias 12.04.2021, 16.04.2021, 19.04.2021, 20.04.2021 e 22.04.2021, a Companhia realizou a compra de 2.483.500 ações HGTX3, no montante de R\$ 52.078.108,00. Segundo a Acusação, essas aquisições foram realizadas em momentos anteriores à divulgação ao mercado de eventos que teriam causado valorização relevante na cotação dos ativos.

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

² Como indicado no Relatório, a ICVM nº 358/02 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44/21.



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

4. Os eventos relevantes objeto deste PAS são duas propostas de combinação de negócios recebidas pela Hering durante o Período da Recompra.
5. A primeira proposta de combinação de negócios, formulada pela Arezzo, foi rejeitada pela Companhia e divulgada por meio de Comunicado ao Mercado em **14.04.2021**, dois dias após a primeira das cinco aquisições supramencionadas (em **12.04.2021**)³.
6. Já a segunda proposta, formulada pelo Grupo Soma, foi aceita pela Companhia e divulgada por meio de Fato Relevante na manhã do dia **26.04.2021**, em curto espaço de tempo a contar das demais aquisições supramencionadas (**16.04.2021**, **19.04.2021**, **20.04.2021** e **22.04.2021**).
7. Destaca-se que, enquanto a proposta formulada pela Arezzo contemplava um *valuation* da Hering na ordem de R\$ 3,2 bilhões, a proposta do Grupo Soma continha *valuation* da Companhia de R\$ 5,1 bilhões. Desse modo, a proposta do Grupo Soma avaliou a Companhia em montante cerca de 56,25% maior do que aquela apresentada pela Arezzo.
8. Após a divulgação do Comunicado ao Mercado e do Fato Relevante, as ações HGTX3 apresentaram valorização de **28,13%** e **26,19%**, respectivamente, conforme gráfico de cotações apresentado pela SMI, reproduzido abaixo⁴:

HGTX3								
Data	Negócios	Volume (R\$)	Preço Abert.	Preço Min.	Preço Máx.	Preço Médio	Preço Fech.	Oscil. (%)
09/04/2021	564	31.714.035,00	16,84	16,61	17,05	16,85	16,84	-0,06
12/04/2021	1.075	51.620.600,00	16,76	16,56	16,84	16,73	16,82	-0,12
13/04/2021	713	54.444.202,00	16,76	16,63	17,49	17,13	17,18	2,14
14/04/2021	460	47.542.921,00	17,25	16,77	17,46	17,03	17,10	-0,47
15/04/2021	3.466	676.687.437,00	20,53	20,11	22,55	21,62	21,91	28,13
16/04/2021	3.038	487.594.816,00	21,53	21,11	24,59	22,97	23,37	6,66
19/04/2021	1.267	139.729.633,00	23,19	22,22	23,56	22,64	22,44	-3,98
20/04/2021	1.055	80.086.712,00	22,40	21,85	22,82	22,37	22,76	1,43
22/04/2021	1.034	77.328.619,00	22,92	22,01	23,09	22,40	22,12	-2,81
23/04/2021	938	94.187.103,00	22,11	21,91	23,31	22,63	22,68	2,53
26/04/2021	3.895	929.304.243,00	30,00	27,54	30,93	28,67	28,62	26,19

Fonte: B3

Tabela 1 - Cotações de HGTX3 entre 09 e 26/04/21

³ Ressalva-se que, no âmbito do PAS CVM nº 19957.008814/2021-54, apurava-se a responsabilidade do DRI da Hering à época, por suposta escolha de instrumento impróprio para dar publicidade a um fato relevante, em eventual infração ao art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 3º, *caput*, da ICVM nº 358/02. O PAS em questão foi encerrado em razão da celebração de termo de compromisso. Desse modo, nesta manifestação de voto, não se tecerá qualquer análise ou julgamento sobre o conteúdo do referido termo de compromisso, que constitui ato jurídico perfeito atingido pela coisa julgada, conforme o art. 6º do Decreto-Lei nº 4.657/42 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro).

⁴ Conforme gráfico de cotações apresentado no § 12 do Termo de Acusação (Doc. 1610586).



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

9. A SMI entendeu que as recompras de ações teriam sido realizadas mediante o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, por ordem de Fabio, na qualidade de diretor presidente da Hering, de modo que estaria configurada a prática de *insider trading* por Fabio e pela Companhia. Em seu voto, o Diretor Relator corroborou esse entendimento, decidindo pela condenação dos Acusados à pena de multa pecuniária (art. 60, II, da Resolução CVM nº 45/21), bem como pela condenação de Fabio à pena de inabilitação para atuar como administrador de companhias abertas, pelo prazo de 2 anos (art. 60, III, da Resolução CVM nº 45/21).

10. Tendo em vista a complexidade do caso, pedi vista dos autos durante a sessão de julgamento iniciada em 21.05.2024, a fim de analisá-los mais detidamente.

11. Feita esta breve recapitulação dos fatos, adianto que, depois de refletir sobre as matérias aqui discutidas, respeitosamente discordo do Diretor Relator, pois cheguei a uma conclusão diversa quanto ao mérito da acusação e voto pela absolvição dos Acusados, entendendo não estarem integralmente preenchidos os elementos caracterizadores do ilícito de *insider trading*.

12. Esta manifestação de voto, portanto, visa expor as razões que levaram à minha conclusão.

II. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE *INSIDER TRADING*

13. Conforme decisões reiteradas anteriores⁵, depreende-se da lei societária brasileira que a negociação de valores mobiliários por administrador de companhia aberta (e, em tese, no presente PAS, pela Companhia, ao recomprar ações de sua própria emissão) configura *insider trading*, quando se constatar conjuntamente os seguintes elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso privilegiado a essa informação; (iii) a efetiva utilização da informação nas negociações; e (iv) a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

14. Conforme o art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, objeto deste PAS, o administrador de companhia aberta deve guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao 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. Posteriormente, por meio da Lei nº

⁵ PAS CVM nº 19957.007727/2018-84, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 28.05.2024; PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 16.04.2024; e PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 29.05.2023.



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

10.303/01⁶ — que inseriu na legislação societária diversos ilícitos contra o mercado de capitais — foi incluído o § 4º do 155 da Lei nº 6.404/76, que veda a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que tenha tido acesso a tal informação, com a finalidade de obter vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. Na esfera administrativa, os referidos dispositivos foram complementados pelo art. 13 da ICVM nº 358/02, também objeto do presente PAS.

15. Destaca-se que as normas brasileiras contra o *insider trading* foram inspiradas na legislação e jurisprudência norte-americanas, que consagraram o princípio *disclose or refrain from trading* (em tradução livre, divulgue ou se abstenha de negociar), segundo o qual “*as companhias abertas se obrigam à divulgação de informações financeiras, além de outras consideradas relevantes e julgadas fundamentais para a tomada de decisão de investimento*”⁷.

16. Naturalmente, é de se esperar que haja poucas provas claras acerca da referida prática ilícita, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros dessa grave infração e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.

17. Desse modo, a análise de indícios e contraindícios é de suma importância para a apuração dos fatos e o correto julgamento de cada caso.

18. Nos termos do art. 239 do Código de Processo Penal: “*Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias*”.

19. Ocorre que os meros indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação dos acusados; para tanto, é preciso que haja prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos,

⁶ A Lei nº 10.303/01 foi promulgada no contexto de uma reforma legislativa, que teve como objetivo principal o fortalecimento do mercado de capitais. Para isso, foram criadas normas visando ao aumento da credibilidade e confiança dos investidores nesse mercado. Na mesma reforma, por exemplo, foram incluídos na Lei nº 6.385/76 os arts. 9º a 11, concedendo à CVM o poder-dever de apurar infrações cometidas no mercado de capitais e aplicar as respectivas penalidades.

⁷ AGRIZZI, Dila Arlette. *Uma análise comparada das experiências de regulação do mercado de capitais: os casos do Brasil, Inglaterra, Estados Unidos, França e Japão*. Dissertação (mestrado). Rio de Janeiro: Instituto Superior de Estudos Contábeis, 1989, p. 31. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/items/f30b8d2e-5218-48f3-a809-d6d2a8792419>>. Acesso em: 18.07.2024.



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

aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme a jurisprudência da CVM⁸ e dos Tribunais brasileiros⁹.

20. De forma contrária, como bem pontuado em outro PAS pela então Diretora Norma Jonssen Parente, “[a] existência de contra-indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”¹⁰.

21. Há que se considerar, ainda, o fato de a responsabilização por *insider trading*, além de infração administrativa, ser um ilícito de natureza penal (cuja pena é reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem obtida indevidamente com o ilícito), o que torna ainda mais imprescindível a existência de um robusto conjunto de elementos probatórios para fins de responsabilização do acusado.

22. Tais inquietações foram expressas em manifestação de voto proferida pelo Dir. Alexandre Costa Rangel, que transcrevo abaixo:

Preocupa-me o fato de que o sistema jurídico de regência dos processos administrativos sancionadores, em decorrência de peculiaridades próprias do direito administrativo, pretenda adotar um determinado padrão de prova menos rigoroso do que aqueles existentes em outras instâncias de cunho sancionatório intimamente relacionadas à esfera administrativa.

O presente caso ilustra bem a minha preocupação, pois a irregularidade aqui tratada, além de compor um tipo de infração administrativa do mercado de valores mobiliários, também é definida como um ilícito de natureza penal, nos termos do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, sujeitando o agente

⁸ Nesse sentido, veja-se o trecho da declaração de voto do Dir. Otavio Yazbek, no âmbito de PAS relatado pelo Dir. Eli Loria: “Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal” (PAS CVM nº 13/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 13.12.2011). Por sua vez, no âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. em 19.07.2016, o Dir. Gustavo Tavares Borba assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador”. No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Dir. Rel. Fernando Caio Galdi, j. em 14.10.2021.

⁹ Nesse sentido: “Diante do sistema de livre convicção do juiz, encampado pelo Código de Processo Penal, a prova indiciária, também chamada circunstancial, tem o mesmo valor das provas diretas. [...] Assim, indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade são suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado” (TRF2, 2ª Turma Especializada, Processo nº 2009.51.01.800930-0, Des. Rel. Liliane Roriz, j. em 13.04.2010).

¹⁰ PAS CVM nº 06/95, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 05.05.2005. No mesmo sentido: “A prova indiciária é uma prova indireta, circunstancial, de inferências, partindo de dados e circunstâncias conhecidos (fatos provados) para os fatos desconhecidos (fatos probandos), através de um raciocínio de estrita lógica formal. [...] Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.” (PAS CVM nº 24/00, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 18.08.2005).



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

destinatário do comando legal à pena de reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem obtida indevidamente com o ilícito.

É natural que as autoridades competentes na esfera criminal levem em consideração, com especial deferência, o resultado do julgamento dos processos administrativos sancionadores pela Autarquia. A partir do momento em que o Colegiado da CVM – após o criterioso trabalho de instrução e acusação conduzido pelo corpo técnico e quadro de servidores da casa, de notável competência e especialização – conclui pela caracterização de uma determinada irregularidade, entendo que as outras esferas e instâncias têm sérias dificuldades para concluir em sentido diverso, pela não ocorrência de uma irregularidade que porventura já tenha sido reconhecida pela CVM dentro da sua esfera de competência, no âmbito administrativo.¹¹

23. Considero essas ponderações necessárias, diante da mencionada complexidade deste caso, bem como das consequências nefastas que eventual condenação no âmbito administrativo poderá gerar, inclusive com potenciais implicações na esfera criminal.

III. QUESTÕES PRELIMINARES

24. Como adiantado, acompanho o voto do Diretor Relator quanto à rejeição das preliminares suscitadas pelos Acusados. Embora não pretenda me estender sobre a matéria, registro apenas os pontuais comentários a seguir.

25. No que tange à preliminar de ilegitimidade passiva suscitada por Fabio, a simples alegação de que “*atuou, no caso, como administrador da Companhia, observando os poderes que a lei e o estatuto social lhe conferem*”¹², não é suficiente para afastar sua legitimidade. Como bem pontuou o Diretor Relator, o fato de o programa de recompra de ações ter sido aprovado pelo conselho de administração da Hering não significa que Fabio estaria autorizado a executá-lo sob qualquer condição e pretexto, sem se atentar aos seus deveres de administrador impostos por lei. Em resumo, essa alegação não infirma a possibilidade, em tese, de que o ilícito de *insider trading* tenha sido praticado.

26. Em relação à preliminar de imputação juridicamente equivocada do art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, suscitada pela Hering, o Diretor Relator corretamente observou que esse argumento contraria a jurisprudência consolidada da CVM, no sentido de que as companhias, quando utilizadas como veículo para a prática de *insider trading*, podem, sim, figurar no polo passivo de processos que apurem esse ilícito e serem por ele responsabilizadas, quando houverem auferido

¹¹ PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21.03.2023.

¹² Doc. 1699540.



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

benefício em decorrência das irregularidades praticadas. Desse modo, nada impede que a Hering ocupe o polo passivo deste PAS e possa ser, em tese, sancionada pelo ilícito aqui apurado.

27. Superadas essas questões, passo a analisar a presença, ou não, no caso concreto, dos elementos caracterizadores do *insider trading*.

IV. INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

28. Ressalta-se que, segundo o entendimento do Colegiado da CVM, o *insider trading* compõe-se dos seguintes elementos: **(i)** a existência de uma informação privilegiada; **(ii)** o acesso privilegiado a essa informação; **(iii)** a efetiva utilização da informação nas negociações; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros¹³.

29. Em relação ao primeiro elemento, considera-se como informação privilegiada a informação que seja relevante — isto é, que tenha o potencial de afetar a cotação dos valores mobiliários e a tomada de decisão dos investidores referente à sua negociação — e sigilosa — isto é, que não tenha sido divulgada pela companhia ou que não esteja disponível ao público¹⁴.

30. Informação privilegiada é aquela que, caso divulgada, potencialmente influirá na decisão do investidor de comprar ou vender um valor mobiliário ou na determinação do preço desse ativo¹⁵. Uma vez tornada pública, a informação perde o seu caráter sigiloso e, assim, deixa de ser privilegiada para fins de caracterização do *insider trading*.

31. A esse respeito, não há dúvida de que as informações envolvidas no caso concreto, tanto em relação à proposta de combinação de negócios apresentada pela Arezzo, quanto àquela formulada pelo Grupo Soma, eram sigilosas. Afinal, somente foi dado conhecimento dessas

¹³ Para citar alguns exemplos: (i) PAS CVM nº RJ2015/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018; (ii) PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba j. em 27.11.2018; (iii) PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 04.06.2019; (iv) PAS CVM nº RJ2016/7189, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16.02.2020; (v) PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 11.05.2021; e (vi) PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15.06.2021. Destaco, ainda, os seguintes julgados de minha relatoria: (vii) PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, j. em 29.05.2023; (viii) PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, j. em 26.09.2023; (ix) PAS CVM nº 19957.009219/019-11, j. em 16.04.2024; e (x) PAS CVM nº 19957.007727/2018-84, j. em 28.05.2024.

¹⁴ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.001830/2021-16, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 02.07.2024; (ii) PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 16.04.2024; (iii) PAS CVM nº RJ2013/5793, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 27.01.2015; (iv) PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 14.09.2005.

¹⁵ PAS CVM nº RJ2015/3402, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 13.12.2018. No mesmo sentido, o PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, de minha relatoria, j. em 16.04.2024.



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

informações ao público, respectivamente, em **(i)** 14.04.2021, por meio da divulgação de Comunicado ao Mercado (sobre o recebimento de proposta da Arezzo e sua rejeição pelo conselho de administração da Hering)¹⁶; e **(ii)** 26.04.2021, por meio da publicação de Fato Relevante (sobre a celebração de acordo de associação e outras avenças entre a Hering e o Grupo Soma)¹⁷.

32. Com efeito, os depoimentos e demais provas colhidas nos autos indicam que, mesmo entre os executivos de alto escalão da Hering, a proposta ofertada pela Arezzo e as negociações travadas com o Grupo Soma, não eram conhecidas por todos os diretores da Companhia durante o seu curso, o que reforça seu caráter confidencial¹⁸.

33. Ademais, as referidas informações qualificam-se como relevantes. Sobre esse particular, basta repetir que, como demonstrado graficamente pela Acusação, a divulgação do Comunicado ao Mercado em 14.04.2021 e do Fato Relevante em 26.04.2021 ocasionaram a valorização de HGTX3, respectivamente, nos percentuais de 28,13% e 26,19% (cf. item 8 acima).

34. Nesse sentido, o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76 define o dever dos administradores de companhia aberta de *“comunicar diretamente 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 do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”*.

35. Na mesma linha, o *caput* do art. 2º da ICVM nº 358/02, vigente à época, define o fato relevante como aquele que possa 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 referenciados¹⁹.

36. Pontue-se que a obrigação do administrador de companhia aberta de divulgar fato relevante ao mercado está relacionada ao princípio do *full disclosure*, segundo o qual a eficiência e

¹⁶ Doc. 1540643.

¹⁷ Doc. 1540642.

¹⁸ Nesse sentido, destaca-se que o então diretor financeiro e de relações com investidores (“DRI”) da Companhia, responsável por efetuar as recompras de HGTX3 sob a orientação de Fabio, apenas tomou conhecimento dos fatos relacionados à Arezzo em 14.04.2021 (isto é, na data de divulgação do Comunicado ao Mercado) e dos fatos relacionados ao Grupo Soma em 25.04.2021 (isto é, no dia anterior à publicação do Fato Relevante).

¹⁹ A Resolução CVM nº 44/21, que revogou e substituiu a ICVM nº 358/02, manteve definição idêntica.



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

confiabilidade na transmissão de informações é um pressuposto da higidez do mercado de capitais, à medida que apenas investidores bem-informados sobre os negócios das companhias estarão capacitados a tomar as melhores decisões de investimento²⁰.

37. Portanto, ao adotar o *full and fair disclosure*, o arranjo regulatório brasileiro inspira-se no modelo norte-americano desenvolvido pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), baseado em três principais estratégias: **(i)** a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; **(ii)** a vedação ao uso de informações privilegiadas; e **(iii)** a proibição de práticas que falseiem/manipulem o mercado.

38. Com efeito, a divulgação das informações relevantes de forma equânime a todo o mercado tem como objetivo evitar a assimetria informacional e, assim, assegurar a competição justa entre os investidores. Ademais, como pontua a doutrina especializada, o *full disclosure* envolve um aspecto protetivo, buscando recompensar os agentes econômicos que atuem com probidade na prestação de informações aos investidores²¹.

39. Em resumo, se a reação do público investidor à divulgação do Comunicado ao Mercado em 14.04.2021 e à publicação do Fato Relevante em 26.04.2021 provocou aumentos consideráveis

²⁰ Nesse sentido: “*A informação alcança o seu maior relevo quando o destinatário é o mercado, na medida em que ele é a fonte maior de financiamento das companhias abertas. Assim é que se impõe aos órgãos de administração a divulgação imediata de qualquer informação que possa afetar o mercado de valores mobiliários em que a sociedade tem seus títulos negociados. Com efeito, a confiabilidade e a eficiência do mercado de valores mobiliários encontram-se visceralmente ligadas à confiabilidade e à eficiência da informação. A informação tem que ser disseminada com atualidade, transparência, precisão e clareza necessárias à sua exata compreensão. Daí dispor o § 4º do art. 157 que os administradores são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar qualquer deliberação da assembleia 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 de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.*”

Essa regra do dispositivo acima referenciado traduz o princípio do full disclosure, que consiste na transparência das informações com vistas a capacitar os investidores a procederem a uma avaliação da qualidade dos papéis de emissão da companhia e, assim, de forma consciente, ordenarem os seus investimentos.

Por fato relevante, vê-se aquele que tem o condão de influir na decisão dos investidores em relação às suas ordens de compra e venda dos valores mobiliários de emissão da companhia por eles titularizados. O seu conceito, portanto, é um tanto aberto, pois sua avaliação se faz depender da análise de fatos concretos. Mas, em princípio, revela-se como relevante todo fato que, de modo ponderável, impacte o mercado e influa consideravelmente na cotação dos papéis da companhia. Uma vez formado esse juízo pelos órgãos de administração da sociedade, a informação deve ser imediatamente disponibilizada.” (CAMPINHO, Sérgio Murilo Santos. *Curso de Direito Comercial – Sociedade Anônima*. 8. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2024, ePUB, p. 134. Grifou-se).

²¹ Nesse sentido: “*o aspecto protetivo do disclosure [...] também protege as empresas honestas, isto é, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos no mercado.*” (DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 48).



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

na cotação dos ativos HGTX3, como demonstrado pela Acusação, é evidente que os fatos a eles relacionados, na visão dos investidores aos quais se destinavam, eram relevantes.

40. Nesse ponto, reproduzo a assertiva do Diretor Relator, de que *“não há ninguém melhor para avaliar a relevância de uma dada informação corporativa para o mercado do que, a bem dizer, esse próprio mercado. Nessa toada, a reação dos investidores em geral verificada quando da divulgação do Comunicado Externo evidenciou de forma incontestável a relevância concreta dessa informação, e assim não há como não considerá-la um fato relevante, conforme disposto nos incisos do caput do artigo 2º da ICVM 358/02, tendo em vista que influiu de modo ponderável na decisão de compra dos investidores e, em consequência, na cotação do ativo”*²².

41. Ressalvo que, diante das peculiaridades que o envolvem, este não é um caso trivial, o que exige um esforço interpretativo para verificar quando as informações analisadas passaram a ser relevantes.

42. No que tange, especificamente, aos fatos concernentes à Arezzo, há uma controvérsia relativa à data em que tal proposta foi definitivamente rejeitada: se em 08.04.2021, data em que foi realizada uma primeira reunião extraordinária do conselho de administração da Companhia para deliberar sobre o tema, sendo que, desde então, os administradores não mostraram interesse em acatar a proposta²³; ou se em 14.04.2021, data em que o conselho se reuniu novamente para tratar dessa proposta, desta vez com base em análise apresentada pela BR Partners, ratificando a sua rejeição²⁴.

43. Entendo, com base nos elementos probatórios deste PAS, que a proposta da Arezzo foi rejeitada de modo definitivo em 08.04.2021. É o que se extrai do depoimento de Fabio, o qual afirmou que, naquele dia, o conselho de administração já havia votado unanimemente pela rejeição, de forma que a contratação da BR Partners para analisá-la foi motivada apenas por

²² Doc. 2044030, § 51.

²³ Conforme registrado em ata: *“Ordem do Dia e Assuntos Tratados: O Diretor Presidente e membro deste Conselho Sr. Fabio Hering reportou ao Conselho a abordagem e recebimento de carta da empresa “A”, conforme correspondência que fica arquivada no portal de governança da Companhia. O assunto foi debatido entre os Conselheiros que concluiu, neste momento, por não seguir com a proposta, por não resultar interessante e atrativa para o acionista. A condução resposta ao proponente será assessorada por consultoria especializada contratada. Qualquer desdobramento sobre o tema retornará a este órgão colegiado”* (Doc. 1699541).

²⁴ A ata da reunião do conselho de administração em 14.04.2021, arquivada pela Hering no sistema Empresas.NET, está juntada em Doc. 1540673. Como destacado pela Acusação, *“Conforme consta da ata, o Conselho de Administração da Companhia decidiu, por unanimidade, rejeitar a proposta por considerar que ela não atendia ao melhor interesse dos acionistas e da própria Companhia. Essa recusa levou HGTX3 a uma valorização de mais de 28%”* (§ 4 do Termo de Acusação).



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

questões de governança, bem como para que fosse avaliada a possibilidade de uma oferta hostil por parte da Arezzo:

Diante da proposta recebida, foi realizada uma reunião do Conselho de Administração da Hering no dia 08/04, da qual participaram somente os conselheiros e que deliberou, segundo Fabio, pela rejeição da proposta, por entender que não havia *fit* cultural entre as empresas e que a Hering deveria permanecer focada no curso natural do seu negócio.

Achou-se por bem, no entanto, buscar um parecer externo para a proposta.

Com isso, Fabio entrou em contato com a Rothschild e, posteriormente, com a **BR Partners, que acabou sendo contratada, segundo ele, com a missão de reforçar a posição do Conselho de Administração, ou seja, não recomendar nenhuma transação com a Arezzo**, mas manter os negócios da Cia. Hering como vinham sido conduzidos até então.²⁵

[...]

Quando questionado sobre a motivação da contratação dos assessores, Fabio disse que foi por uma questão de governança, mas também para que eles pudessem avaliar a questão de uma possível oferta hostil.

Questionado se poderia haver mudança na posição da Hering (de aceitar a fusão com a Arezzo) caso a BR Partners mostrasse uma visão diferente, disse que não poderia responder pelos outros conselheiros, mas que achava improvável, já que na reunião do dia 08/04 o Conselho havia deliberado de forma unânime pela rejeição.²⁶

44. Desse modo, se, por um lado, os próprios Acusados afirmam que a proposta da Arezzo já havia sido rejeitada em 08.04.2021²⁷; e se, por outro, a divulgação de Comunicado ao Mercado alguns dias depois, em 14.04.2021, gerou valorização de 28,13% dos ativos HGTX3, infere-se que a rejeição dessa proposta já se configurava como informação relevante desde 08.04.2021.

45. Por sua vez, quantos aos fatos concernentes ao Grupo Soma, os Acusados adotam a seguinte linha de pensamento: a última operação realizada no Período da Recompra, objeto deste PAS, foi realizada em 22.04.2021; contudo, o Grupo Soma somente teria apresentado uma proposta formal no dia seguinte, em 23.04.2021, quando se teria chegado a um consenso sobre a avaliação das ações da Hering²⁸; o negócio foi fechado em 26.04.2021, mesma data de publicação

²⁵ §§ 74 a 76 do Termo de Acusação; grifou-se.

²⁶ §§ 80 e 81 do Termo de Acusação; grifou-se.

²⁷ Isto também foi afirmado pela Hering em sua defesa: “Um dia depois (8.4.2021), o conselho da Cia. Hering reuniu-se e, com a participação de todos os seus membros, deliberou rejeitar a proposta. Como consignado em ata, os conselheiros entenderam por unanimidade que a operação não era interessante e atrativa para os acionistas” (Doc. 1699550, § 52).

²⁸ Segundo o DRI da Companhia à época, “no dia 23/04/2021 as partes [Hering e Grupo Soma] conseguiram aproximar-se de modo mais concreto, chegando a um consenso sobre o valuation de R\$ 33 por ação da Cia. Hering” (Doc. 1540641).



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 Fato Relevante; e, portanto, sob a ótica dos Acusados, não teria havido qualquer recompra em posse de informação privilegiada.

46. Discordo do raciocínio dos Acusados, pelo fato de que, antes de 23.04.2021, já havia elementos que conferiam suficiente concretude às negociações do acordo que veio a ser celebrado entre a Companhia e o Grupo Soma.

47. Isso porque, entre os dias 15 e 16.04.2021, Fabio recebeu mensagem do sócio da gestora de um fundo de investimentos, acionista comum da Hering e do Grupo Soma. Nessa mensagem, foi indicado que o CEO do Grupo Soma e o sócio da boutique de M&A que o assessorava tinham interesse em conversar com Fabio.

48. Acerca dessa mensagem, o CEO do Grupo Soma afirmou o seguinte em depoimento: *“Questionado se no momento em que os assessores entraram em contato com Fabio Hering (no dia 15/04) eles já haviam mencionado o interesse do Grupo Soma na fusão com a Hering, disse que havia um interesse intrínseco, embora nada houvesse sido explicitado: “obviamente que estava intrínseco um interesse. Aquela conversa pela BR Partners, estava óbvio que se você tem dois advisors fazendo uma conversa com dois CEOs de duas empresas abertas, a gente não estava ali para tomar cafezinho, a gente estava ali para começar uma conversa”²⁹.*

49. Eis o teor da referida mensagem enviada a Fabio, em 15.04.2021: *“R. da Soma e M.L. da G5 querem fazer um zoom com você e comigo amanhã. Você tem algum horário livre? M.L. é sócio da G5, boutique de M&A e assessora ele em todos os deals nos últimos anos. [...] Estão bem ansiosos para conversar”³⁰.*

50. A primeira reunião entre executivos e representantes da Companhia e do Grupo Soma ocorreu em 19.04.2021, sendo que os Acusados afirmam que, nessa reunião, nada de concreto teria sido apresentado. Contudo, vale destacar o seguinte trecho do Termo de Acusação, apontando que

No mesmo sentido, alegou o diretor executivo de negócios da Companhia à época: *“No que tange à proposta realizada pelo Grupo Soma, [...] afirmou que essa proposta somente foi recebida pela Cia. Hering no dia 23/04, por meio de comunicação entre os assessores das duas companhias”* (§ 58 do Termo de Acusação). Ele também *“[a]firmou ter participado de uma conversa com o Grupo Soma no dia 23/04 pela manhã [...]. Segundo ele, a primeira conversa em que foi aventada a possibilidade de uma associação entre as companhias ocorreu neste dia (no período da manhã). Na tarde desse mesmo dia, a Cia. Hering teria recebido uma primeira proposta através de seus assessores”* (§ 59 do Termo de Acusação).

²⁹ § 138 do Termo de Acusação; grifou-se.

³⁰ §§ 83 e 84 do Termo de Acusação; grifou-se.



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

não é crível que Fabio não percebesse, à época, que a intenção do Grupo Soma fosse uma combinação de negócios com a Companhia:

Ora, nesse ponto cabe destacar que não se mostra crível que o Sr. Fabio imaginasse que a pauta da conversa seria outra, senão uma proposta de fusão de negócios, já que havia recebido uma proposta semelhante da Arezzo (concorrente do Grupo Soma) poucos dias antes, o Grupo Soma havia indicado a presença de seus assessores financeiros (G5) e o próprio Fabio Hering havia solicitado a presença de seus assessores (BR Partners). A própria mensagem enviada [...] (e lida de forma espontânea por Fabio durante seu depoimento) deixa claro que [...] é sócio da G5 e que a G5 era uma casa especializada em M&A (mergers and acquisitions - fusões e aquisições) [...] e que ele assessorava Roberto em todos os seus negócios.

[...]

Seria ingênuo afirmar que uma reunião entre dois presidentes de Companhias, juntamente com dois assessores que trabalham especificamente na área de fusões e aquisições, agendada poucos dias após a rejeição de uma proposta de fusão de negócios por parte de uma outra empresa, concorrente daquela que estava solicitando a reunião, poderia tratar de assunto distinto.³¹

51. Com efeito, para fins de qualificar uma informação como relevante, a sua materialidade deve ser analisada conforme o binômio **probabilidade e magnitude**³². Ocorre que, mesmo que se considere baixa a probabilidade de que determinado fato se concretizará — como ocorre na fase inicial de uma negociação, quando não se sabe se o negócio será fechado —, deve-se antecipar a magnitude do evento, isto é, o potencial impacto que esse evento, uma vez concretizado, deverá provocar nas atividades da companhia.

52. Foi este o entendimento manifestado pelo Conselheiro Relator Marcos Davidovich, do CRSFN, em trecho de voto reproduzido abaixo:

Para mim, a materialidade de determinado fato deve ser equacionada sob esse binômio. Primeiramente deve-se realizar o teste da probabilidade, quando então colhem-se indícios para graduar o nível de interesse e concretização da operação pretendida. Havendo alto grau de probabilidade, estaremos diante de fato relevante, desde que, por óbvio, haja ao menos um mínimo grau de magnitude, ou seja, desde que o evento tenha algum impacto nas atividades desempenhadas

³¹ §§ 89 e 92 do Termo de Acusação.

³² Nesse sentido: “As hipóteses mais comuns de utilização de informações privilegiadas ocorrem no curso de negociações para aquisição de controle acionário ou reestruturação societária de companhia aberta. Seguidamente surgem dúvidas, particularmente quando se verificam negociações complexas e longas, sobre o momento em que a informação torna-se relevante, impedindo que os administradores e demais insiders negociem com as ações de emissão da companhia enquanto não for divulgada a operação. A partir de decisões dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 373-374).



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

pela companhia ou em suas ações. Por outro lado, ainda que seja baixo o grau de probabilidade da ocorrência do fato pretendido, típico das fases iniciais de negociação, deve-se, necessariamente, passar ao exame da antecipação da magnitude do evento. Tratando-se de evento de grande impacto nas atividades sociais da companhia, forçoso reconhecer que eventual divulgação dessa etapa, ainda que preliminar, resultará em indissociável alteração no quadro geral de informações disponíveis, com o consequente potencial aumento na cotação das ações de emissão das companhias envolvidas.³³

53. No caso concreto, destaco os seguintes fatores que permitiam antecipar a magnitude do fechamento do negócio com o Grupo Soma: **(i)** desde 15.04.2021, ficou evidenciado que participariam das conversas o CEO do Grupo Soma e a boutique de M&A que o havia assessorado em todas as operações dessa espécie, realizadas pelo Grupo Soma nos anos anteriores; **(ii)** ao receber a mensagem e tomar conhecimento do interesse do Grupo Soma em conversar, o próprio Fabio acionou sua assessoria financeira (BR Partners) para participar da conversa; e **(iii)** pouquíssimo tempo antes, a Companhia havia recebido proposta semelhante da Arezzo, cuja rejeição, divulgada mediante Comunicado ao Mercado em 14.04.2021, certamente despertou o interesse de outros investidores na Companhia, como evidencia a valorização de 28,13% nos ativos HGTX3, ocorrida no dia seguinte ao Comunicado ao Mercado (15.04.2021).

54. Ainda que se considere verdadeira a assertiva de que o *valuation* da Hering somente tenha sido acordado entre a Companhia e o Grupo Soma na sexta-feira (23.04.2021), que toda a negociação concreta tenha sido concluída em um único final de semana (24 e 25.04.2021) e que o negócio tenha sido fechado na manhã de segunda-feira (26.04.2021) — o que me parece improvável —, mesmo assim havia sinais para que Fabio, empresário experiente, percebesse as intenções do Grupo Soma e o impacto que sua concretização provocaria na cotação dos ativos da Companhia.

55. Tais fatores, em meu juízo, permitem concluir pela existência de informação privilegiada no caso concreto, em relação tanto à proposta apresentada pela Arezzo quanto às negociações realizadas com o Grupo Soma, como apontou a Acusação.

³³ CRSFN, Recurso nº 13264, 357ª Sessão, Conselheiro Rel. Marcos Davidovich, j. em 26.08.2013. O trecho em destaque foi citado por: TADIELLO, Guilherme. Shadow trading - Insider trading nas sombras da regulação. In: Comissão de Valores Mobiliários. *Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2023, p. 51. Disponível em: <<https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm>>. Acesso em: 05.07.2024.



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

V. ACESSO À INFORMAÇÃO

56. Como se sabe, convencionou-se diferenciar os casos de *insider trading* em primário e secundário. O *insider* primário ou “*tipper*” é aquele que, em razão do cargo ou função que ocupa, tem a possibilidade de acessar diretamente a informação privilegiada; por sua vez, o *insider* secundário ou “*tippee*” é qualquer pessoa que receba a informação, direta ou indiretamente, do *insider* primário³⁴.

57. Com base na interpretação do art. 13 da ICVM nº 358/02, nos casos de *insider* primário, presume-se que o sujeito teve acesso à informação privilegiada, presunção essa que não existe nas hipóteses de *insider* secundário. Naturalmente, tal presunção é relativa, podendo ser elidida por prova em contrário³⁵.

58. No presente caso a acusação é de um *insider* primário, visto que Fabio ocupava o cargo de diretor presidente da Companhia à época dos fatos, que lhe permitia acesso direto às informações referentes às propostas da Arezzo e do Grupo Soma.

59. Ademais, ainda que a presunção de acesso seja relativa, não se vislumbra qualquer elemento capaz de afastá-la. Pelo contrário, entendo ser incontroverso que Fabio teve acesso às informações em questão, pois em momento algum os Acusados negam esse fato; eles próprios afirmam que, em 07.04.2021, Fabio recebeu carta contendo proposta não vinculante de combinação de negócios com a Arezzo; e que participou de todo o curso das tratativas e celebração do negócio com o Grupo Soma, a partir de 15.04.2021.

³⁴ Nesse sentido: “Os “*insiders primários*” ou “*institucionais*” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os “*insiders secundários*” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders primários*” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.” (EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais — regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 563).

³⁵ Nesse sentido, posicionou-se a Diretora Flávia Perlingeiro em PAS de sua relatoria: “Diante da dificuldade probatória inerente à natureza da infração, optou-se pela adoção de um sistema de presunções relativas, cuja incidência varia de acordo com o tipo de *insider* (primário ou secundário) e as circunstâncias.

Embora a ICVM nº 358/2002 não estabeleça de modo expresso presunções propriamente ditas e sim elenque uma série de vedações à negociação em circunstâncias que, potencialmente, podem envolver o uso de Informação Privilegiada, a CVM progressivamente consolidou entendimento de que tais vedações devem ser interpretadas como presunções relativas, ou seja, que admitem prova em contrário” (PAS CVM nº 19957.005966/2016-38, j. em 16.06.2020).



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

60. Desse modo, considero inquestionável que os Acusados tiveram acesso às informações privilegiadas.

VI. UTILIZAÇÃO DA INFORMAÇÃO

61. Também milita contra o *insider* a presunção de que este, tendo acesso à informação privilegiada, a utilizou.

62. Entendo que tampouco há controvérsia sobre o fato de que as informações foram utilizadas pelos Acusados, uma vez que foi o recebimento da proposta formulada pela Arezzo — e o suposto temor de uma investida hostil que essa proposta teria provocado — que motivou os Acusados a iniciarem o Período da Recompra, que continuou ao longo das negociações com o Grupo Soma.

VII. INTENÇÃO DE OBTER VANTAGEM: O DOLO

63. Pelo que expus até o momento, considero estarem presentes alguns dos elementos que caracterizam o *insider trading*, notadamente a existência de informação privilegiada, bem como o acesso a essa informação.

64. Ocorre que tais elementos, embora necessários, não se afiguram suficientes para ensejar a condenação por esse grave ilícito; além dos fatores objetivos, é imprescindível que se verifique também um elemento subjetivo: o dolo, consubstanciado no uso da informação com a intenção de obter uma vantagem indevida³⁶. Portanto, não basta a existência de informação privilegiada, nem mesmo que o agente tenha acessado essa informação; mais do que isso, definir a finalidade com que a informação privilegiada foi utilizada pelo agente é crucial para concluir se houve ou não a prática de *insider trading*.

65. A fim de analisar com precisão o intuito dos Acusados, por trás dos atos considerados ilícitos pela Acusação, deve-se ter em mente que as recompras objeto deste PAS foram realizadas sob a vigência de um programa de recompra de ações, aprovado pelo conselho de administração

³⁶ “Veja-se que a *finalidade de obter vantagem* constitui elemento *subjetivo* do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na efetiva intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma — isto é, no caso concreto, a *efetiva obtenção* da vantagem visada — é elemento *objetivo*, não se confunde com a *finalidade* (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.” (PAS CVM nº 04/2004, Pres. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 28.06.2006).



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

da Companhia. Nesse contexto, cabe frisar que a aprovação de programas de recompra de ações vinha sendo uma prática comum da Hering, pelo menos desde o ano anterior (2020). Cumpre, então, apresentar breve histórico desse programa e daqueles que o antecederam.

66. Esclareça-se que, em 05.02.2020, a Hering divulgou fato relevante³⁷, concernente à aprovação, pelo conselho de administração, da abertura de um programa de recompra de ações (“1º Programa de Recompra”)³⁸. Esse programa previa a aquisição de 1.490.000 (um milhão e quatrocentos e noventa mil) ações de emissão da própria Companhia, correspondente a 1,17% do total de suas ações ordinárias em circulação. O 1º Programa de Recompra esteve vigente de 05.02.2020 até 05.02.2021.

67. As recompras efetuadas pela Hering, no contexto do 1º Programa de Recompra, foram sintetizadas pela Acusação conforme a tabela reproduzida abaixo³⁹:

Data	Part. Exec.	Compras		
		Qtde	Volume (R\$)	Preço médio (R\$)
06/03/2020	45	168.500	3.529.253,00	20,95
09/03/2020	45	225.200	4.360.419,00	19,36
10/03/2020	45	300.000	5.970.322,00	19,90
11/03/2020	45	400.000	7.556.195,00	18,89
12/03/2020	45	396.300	6.171.008,00	15,57
Total		1.490.000		

Fonte: B3

68. Em 16.03.2020, a Hering divulgou mais um fato relevante⁴⁰, concernente ao encerramento do 1º Programa de Recompra, então vigente, e à abertura de um novo programa de recompra de ações (“2º Programa de Recompra”). Esse programa previa a aquisição de até 835.456 (oitocentas e trinta e cinco mil, quatrocentas e cinquenta e seis) ações, correspondentes a 0,66% do total das ações ordinárias em circulação da Companhia, no período de 16.03.2020 até 16.03.2021.

³⁷ Doc. 1540644.

³⁸ Obs.: este não foi, de fato, o primeiro programa de recompra de ações adotado pela Hering. Contudo, utiliza-se essa nomenclatura apenas para fins didáticos.

³⁹ Tabela 5, § 31 do Termo de Acusação.

⁴⁰ Doc. 1540645.



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

69. As recompras efetuadas pela Hering, no contexto do 2º Programa de Recompra, foram sintetizadas pela Acusação conforme a tabela reproduzida abaixo⁴¹:

Data	Part. Exec.	Compras		
		Qtde	Volume (R\$)	Preço médio (R\$)
14/08/2020	45	139.200	2.134.107,00	15,33
17/08/2020	45	500.000	7.625.782,00	15,25
18/08/2020	45	196.200	3.024.578,00	15,42
18/08/2020	45	56	865,76	15,46
Total		835.456		

Fonte: B3

70. Em 18.08.2020, a Hering divulgou novo fato relevante⁴², informando ao mercado sobre o encerramento do 2º Programa de Recompra, então vigente, e a abertura de um novo programa de recompra de ações (“3º Programa de Recompra”). Esse programa previa a aquisição de 5.000.000 (cinco milhões) de ações, correspondentes a 3,99% do total das ações ordinárias em circulação da Companhia, no período de 19.08.2020 até 19.08.2021.

71. As recompras efetuadas pela Hering, no contexto do 3º Programa de Recompra, foram sintetizadas pela Acusação conforme a tabela reproduzida abaixo⁴³:

Data	Part. Exec.	Compras		
		Qtde	Volume (R\$)	Preço médio (R\$)
20/08/2020	45	200.000	3.168.151,00	15,84
24/08/2020	45	300.000	5.148.684,00	17,16
25/08/2020	45	233.300	4.188.338,00	17,95
26/08/2020	45	240.000	4.371.269,00	18,21
27/08/2020	45	226.700	4.147.757,00	18,30
18/09/2020	45	124.700	2.246.929,00	18,02
25/09/2020	45	100.000	1.738.000,00	17,38
12/04/2021	45	720.000	12.072.424,00	16,77
15/04/2021	45	445.100	9.654.956,00	21,69
16/04/2021	45	737.500	17.000.161,00	23,05
19/04/2021	45	445.000	10.011.178,00	22,50
20/04/2021	45	220.000	4.999.641,00	22,73
22/04/2021	45	361.000	7.994.704,00	22,15
Total		4.353.300		

Fonte: B3

⁴¹ Tabela 6, § 33 do Termo de Acusação.

⁴² Doc. 1540646.

⁴³ Tabela 7, § 35 do Termo de Acusação.



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

72. Com base na tabela acima, verifica-se que, sob a vigência do 3º Programa de Recompra, a Companhia recomprou 1.424.700 ações entre 20.08.2020 e 25.09.2020. Não foram mais recompradas ações no ano de 2020 após esta última data.

73. As recompras somente foram retomadas pela Hering no ano de 2021, no período compreendido entre 12.04.2021 e 22.04.2021 — mais de 6 meses após a última recompra realizada em 2020 —, justamente à época das respectivas negociações com a Arezzo e o Grupo Soma⁴⁴.

74. Vale ressaltar que, em momento algum, a validade do Programa de Recompra vigente à época dos fatos foi sequer questionada pela Acusação. Considero essa observação importante para os pontos que desenvolverei adiante, levando à conclusão de que não houve dolo por parte dos Acusados de praticar *insider trading*.

75. Pois bem. Dentre as motivações que podem levar uma companhia a recomprar ações de sua própria emissão, duas merecem destaque no contexto do presente PAS: **(i)** a sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia, notadamente para indicar que, no entender da companhia, seus ativos estão subavaliados⁴⁵; e **(ii)** a dissuasão de uma tentativa de aquisição hostil, chamada na literatura em inglês de *takeover*⁴⁶.

⁴⁴ Segundo afirmado por Fabio em depoimento: “Quando questionado sobre a decisão das recompras, afirmou que “o conselho de Administração apreciou isso, recomendou e foi executada pelo diretor de RI sob minha orientação”. Segundo ele, a reunião do Conselho de Administração do dia 08/04 teria deliberado sobre o tema” (§ 99 do Termo de Acusação).

⁴⁵ “**Sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia** – Esta é a motivação mais tratada na literatura sobre recompras, com diferentes linhas de análise. Vermaelen (1981, p. 140) aponta o efeito ambíguo de sinalização quando a companhia anuncia um programa de recompra de ações. Se, por um lado, a empresa poderia estar sinalizando ausência de usos internos mais rentáveis para o caixa livre (o mesmo seria válido para o pagamento de dividendos), por outro, ela também poderia estar indicando que, na sua avaliação, as suas ações estariam subavaliadas. Há inclusive discussões na literatura se o mero anúncio de recompra (ainda que sem execução posterior) seria capaz de gerar tais efeitos sinalizadores, a exemplo do estudo empírico de Gabrielli e Saito (2004, p.58) sobre o mercado brasileiro” (BRASIL. CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo: Estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. *Trabalhos para Discussão*, abr. 2017, p. 9. Grifou-se. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-contenido/publicacoes/estudos/impactos-da-recompra-de-acoes-em-bolsa-na-liquidez-de-longo-prazo-air-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-da-cvm-maio-2017>>. Acesso em: 05.07.2024).

⁴⁶ “Outra hipótese levantada na literatura é a dissuasão de takeovers que postula sobre a utilização dos programas de recompra de ações pelos gestores das empresas que podem utilizar os programas de recompra como ferramenta para eliminar uma ameaça de takeover ou, pelo menos, tornar o processo mais custoso para um eventual comprador e mais favorável para a empresa e seus acionistas (Bozanic, 2010; Harris e Raviv, 1988; Stulz, 1988; Bagwell, 1991; Shu et al, 2013).” (BRESSANE, Bernardo Prôa. *A análise da relação dos programas de recompra de ações, comportamento dos insiders e governança corporativa no Brasil*. Orientador: André Luiz Carvalho da Silva. Tese (doutorado). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2015. Disponível



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

76. Sobre esta última hipótese, destaca-se que a recompra de ações pode funcionar como estratégia de dissuasão contra aquisições hostis. Isso porque a recompra aumenta o custo com o qual um potencial adquirente precisará arcar a fim de obter o controle da companhia, à medida que as recompras tendem a eliminar os acionistas dispostos a receber valores baixos pelas suas ações. Em tais cenários, costumam permanecer somente os acionistas mais leais à companhia, que, ao invés de buscarem retornos a curto prazo, têm interesses de longa duração nos negócios sociais. Desse modo, caso deseje prosseguir com o *takeover*, o adquirente hostil deverá estar disposto a pagar mais pelas ações em circulação no mercado⁴⁷.

77. Inclusive, a doutrina norte-americana ressalta que a recompra, como mecanismo de dissuasão de aquisições hostis, é mais eficiente em companhias com heterogeneidade de acionistas⁴⁸. Era este o caso da Hering, uma vez que, como informado em sua defesa, o capital social da Companhia, à época dos fatos, era pulverizado; conforme o gráfico apresentado na defesa, as ações da Companhia estavam distribuídas entre cinco acionistas, sendo que o maior deles (Atmos Capital Gestão de Recursos) detinha 10,28% das ações, enquanto o menor (Velt Partners) detinha 5,50%⁴⁹.

78. Com efeito, não se discute que é legítima a implementação de programas de recompra pelas companhias abertas, desde que, naturalmente, haja coerência entre sua fundamentação econômica e a forma como esses programas são executados⁵⁰.

em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/colecao.php?strSecao=resultado&nrSeq=25453@1>>. Acesso em: 12.07.2024).

⁴⁷ Nesse sentido, ensina Laurie Simon Bagwell, professora de Economia e Finanças de prestigiosas universidades norte-americanas (tais como Columbia, Stanford e Northwestern): “*This article shows how firms can deter hostile takeovers by repurchasing shares. Repurchase increases the cost that a potential acquirer pays to attain control by altering the distribution of shareholder reservation values. The crucial insight is that repurchase eliminates shareholders with the lowest reservation values, leaving the acquirer facing those with relatively higher valuations. The disproportionate adjustment of shareholders’ asks may further enhance the deterrence capabilities of repurchase.*” (BAGWELL, Laurie Simon. Share Repurchase and Takeover Deterrence. *The RAND Journal of Economics*. Vol. 22, No. 1 (Spring, 1991), p. 72-88). Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2601008?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 12.07.2024).

⁴⁸ “*Repurchase is more effective as a deterrent when it alters the marginal shareholder, when shareholder heterogeneity is large, and when the private benefit of control from takeover isn’t too large.*” (BAGWELL, Laurie Simon. *Ibidem*).

⁴⁹ Doc. 1669550, § 2.

⁵⁰ Nesse sentido: “*Evidente, portanto, a possibilidade de utilização legítima de programas de “recompra” por companhias abertas para os mais diversos motivos, devendo, contudo, as companhias abertas guardarem a devida coerência entre suas alegadas justificativas econômicas e a forma de execução de seus programas de “recompra”.*” (ANGELONI, Emanuela Falchette. *A prática de manipulação de preços por meio de negociações com ações de sua*



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

79. Ademais, há muito se consolidou a jurisprudência da CVM, no sentido de que as presunções relativas sobre o uso indevido de informação privilegiada ou sobre o dolo específico podem ser infirmadas, desde que o acusado demonstre, mediante um conjunto de contraindícios convergentes, que os negócios foram realizados com base em fundamentos econômicos sólidos e com propósitos legítimos⁵¹.

80. No caso concreto, a tese de ambos os Acusados se baseia na premissa de que as recompras, efetuadas no Período da Recompra, faziam parte de uma estratégia defensiva contra provável tentativa de tomada de controle hostil por parte da Arezzo.

81. Parece-me legítima esta motivação. Com efeito, não é possível afirmar com certeza se a Arezzo realmente tinha a intenção de adquirir hostilmente o controle da Hering, ou mesmo se as medidas adotadas pela Companhia foram suficientes para impedir essa empreitada. Ocorre que as respostas para essas perguntas, ainda que incertas, não se mostram fundamentais para o deslinde deste caso.

82. Para concluir se os Acusados praticaram, ou não, o ilícito que lhes é imputado, importa apenas responder à seguinte questão: a motivação por trás das recompras era legítima? Ou tais recompras foram um meio para a obtenção de vantagem indevida?

83. Todo o resto seriam meras especulações, cabendo ao julgador afastar a perigosa tendência de condenar decisões tomadas no passado, reinterpretando eventos como sendo mais previsíveis do que de fato eram no momento decisório pretérito *sub judice*, seja pela impossibilidade de acesso a informações que apenas se concretizaram posteriormente ou pela desconsideração de desdobramentos e resultados que não ocorreram, sendo certo que tais interpretações, caso não fundamentadas em claros indícios, se revelam temerárias, por desconsiderarem fatores como o ineditismo da situação, o elemento surpresa, a falta de informação, o tempo disponível para a tomada de decisão e a percepção dos riscos enfrentados, tudo isso na própria lógica do mercado de capitais, marcado pela volatilidade e pela notável rapidez de variação da cotação dos ativos

própria emissão. Orientador: Mario Engler Pinto Junior. Dissertação (mestrado profissional). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, 2023. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/items/0ce8f00a-be57-433c-bd19-91be968162ca>>. Acesso em: 12.07.2024).

⁵¹ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14.09.2005; (ii) PAS CVM nº 17/02, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 25/10/2005; (iii) PAS CVM nº RJ2010/4206, Dir. Rel. Alessandro Broedel, j. em 23/08/2011; (iv) PAS CVM nº RJ2013/11654, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 23/09/2014; (v) PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015; (vi) PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023; e (vii) PAS CVM nº 19957.001830/2021-16, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 02.07.2024.



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

negociados. É o que comumente se classifica, inclusive pela jurisprudência da CVM, como *hindsight bias*⁵². Ou, como bem colocou o memorialista Pedro Nava, temos que ter um cuidado adicional ao julgar baseados em fatos passados pois, por vezes, “[a] experiência é um farol de carro voltado para trás”⁵³.

84. Considero seguro afirmar que, diante do receio de que a Arezzo tentaria a aquisição hostil do controle da Companhia — o presidente da Arezzo teria declarado, em evento promovido por um banco de investimentos, que o negócio ia acontecer (“*the deal is going to happen*”) —, os Acusados cercaram-se de cuidados para evitar esse cenário adverso. Para esse fim, contrataram assessores financeiros (BR Partners) e jurídicos (Machado Meyer Advogados), ao mesmo tempo que se certificaram de que as recompras efetuadas se enquadravam nos limites do Programa de Recompra então vigente⁵⁴.

85. Nesse contexto, entendo que há um ponto crucial para a boa interpretação e análise do caso: ao receber a proposta de combinação de negócios formulada pela Arezzo, tudo leva a crer que os Acusados perceberam que os ativos da Companhia, no seu entendimento, estavam subavaliados. Portanto, para que a estratégia de dissuadir a aquisição hostil de controle pela Arezzo fosse eficaz, era imprescindível que as recompras de HGTX3 gerassem o aumento do valor desses ativos — tornando uma eventual aquisição mais custosa e, assim, menos atrativa para a Arezzo.

86. Tais objetivos são indissociáveis, pois um levava ao outro: induzir a valorização das ações da Companhia, adequando-as ao que se acreditava ser um patamar justo; e, por consequência, proteger a Companhia contra investidas hostis.

87. Como afirmado pelo então DRI da Companhia, ainda em 04.03.2020, já havia a percepção de que as ações de sua emissão estavam sendo negociadas de forma “*descontada*”, isto é, abaixo

⁵² Nesse sentido: “[...] a Acusação recorre a informações que, embora reforcem os argumentos contidos no Termo de Acusação, não estavam disponíveis para o Auditor quando da emissão do relatório de auditoria das demonstrações financeiras de 31.12.2011. Há uma pretensão de validade na utilização de dados futuros para valorar uma decisão tomada no passado.

A meu ver, este tipo de argumento deve ser tomado com muita cautela, por conter um viés retrospectivo (*hindsight bias*), ou, em termos mais comuns, uma “*engenharia de obra pronta*”.” (PAS CVM nº RJ2017/0136, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 12.11.2019).

⁵³ MACHADO, Cassiano Elek. TV Cultura abre a arca do memorialista Pedro Nava. *Folha de S. Paulo*, 13.01.2000. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrad/fq1301200016.htm>>. Acesso em: 09.07.2024.

⁵⁴ Reitera-se que o Programa de Recompra, que vigorou de 19.08.2020 até 19.08.2021, previa a aquisição de até 5.000.000 (cinco milhões) de ações, sendo que o número total de ações recompradas na vigência do programa foi inferior, equivalente a 4.353.300 ações. Essa informação está contida na Tabela 4, no § 26 do Termo de Acusação, que elenca todas as operações de recompra de HGTX3 realizadas pela Companhia em 2020 e 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

do preço que esses ativos deveriam refletir, em vista da realidade econômica da Companhia⁵⁵. Tal circunstância, segundo ele, teria motivado a recomendação da recompra de ações, “*com o fim de sinalizar ao mercado a necessidade de correção do preço das ações, readequando-o a um patamar mais justo*”.

88. Essa justificativa é compatível com o fato de que, no dia 15.04.2021 — após a divulgação do Comunicado ao Mercado e a considerável valorização de 28,13% dos ativos HGTX3 —, mesmo assim foi efetuada a recompra de 445.100, mantendo-se, portanto, o intuito de reverter a subavaliação das ações da Companhia. De fato, este não é o comportamento típico de *insiders*, que costumam buscar vantagens indevidas, de forma imediata ou a curto prazo, para si ou terceiros. Novamente, tal circunstância decorre da própria lógica do mercado de capitais, marcado pela volatilidade e pela notável rapidez de variação da cotação dos ativos negociados.

89. Se determinado sujeito tem acesso a uma informação privilegiada e pretende se valer dela para obter vantagem indevida, a regra é que o faça o mais rápido possível, pois sabe que, uma vez tornada pública a informação, ela deixará de ser privilegiada e deverá impactar significativamente o valor dos ativos aos quais se refere. Em síntese, o típico *insider* não aguarda que os demais investidores tomem conhecimento da informação para que ele possa se beneficiar dela.

90. De modo geral, portanto, se uma determinada companhia e/ou seus diretores executam política de recompras, diante da constatação de que as ações estão subavaliadas e que a companhia corre o risco de uma tomada de controle hostil, o fato de continuarem a recomprar esses ativos, mesmo após verificarem o expressivo aumento na sua cotação, constitui forte indício de que não cometeram *insider trading*. Afinal, sob a ótica de quem visasse a um benefício indevido, o mais lógico seria interromper as recompras assim que o valor dos ativos aumentasse.

91. Cumpre, ainda, salientar que — embora não seja este o dispositivo legal objeto da acusação — o art. 6º da ICVM nº 358/02, vigente à época⁵⁶, dispunha que os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores

⁵⁵ Em depoimento à CVM, o então DRI da Companhia “*foi questionado sobre as recompras de ações entre os dias 12 e 22/04 e afirmou que a Hering tinha a percepção de que suas ações estavam subvalorizadas, o que não refletia a realidade da Companhia. Como a posição de caixa tinha certa tranquilidade, optavam por recomprar ações*” (§ 162 do Termo de Acusação).

O mesmo foi dito por Fabio, em depoimento: “*Questionado sobre a motivação das recompras de ações entre os dias 12 e 22/04, afirmou que, sob a ótica dele, como administrador, o valuation das ações não refletia a realidade da Companhia*” (§ 99 do Termo de Acusação).

⁵⁶ Atualmente, está em vigor o art. 6º da Resolução CVM nº 44/21, com redação idêntica.



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

entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Nesses casos, surgirá a obrigação de divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, se a informação escapar ao controle ou ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados. Isso equivale a dizer que proteção dos investidores por meio da divulgação de fatos relevantes não é absoluta, de forma que poderá ceder, em alguns casos, às necessidades e interesses legítimos das companhias⁵⁷.

92. No presente caso — sem prejuízo do entendimento de que havia informação privilegiada e que houve acesso a essa informação —, os Acusados foram capazes de demonstrar que as recompras de ações de própria emissão da Companhia foram embasadas em interesse legítimo, consubstanciado na defesa contra eventual tentativa de aquisição hostil, diante da noção de que seus ativos estavam subavaliados. Não só isso, também restou comprovado que as recompras se inserem no contexto do Programa de Recompras então vigente e foram realizadas dentro dos limites fixados nesse programa.

93. Ressalto que, segundo o Diretor Relator, as operações de recompra não seriam necessárias à defesa contra eventual tentativa de aquisição hostil pela Arezzo, uma vez que o estatuto social da Hering já continha um mecanismo próprio para refrear investidas hostis, consubstanciado na cláusula de *poison pill*⁵⁸.

94. A existência da cláusula de *poison pill* é incontestável; apesar disso, respeitosamente discordo do Diretor Relator neste ponto, pois não considero razoável esperar que, diante do receio de uma aquisição hostil, os Acusados simplesmente “cruzassem os braços”, seguros de que um dispositivo no estatuto social da Companhia bastaria para protegê-la. Em um cenário de defesa contra potencial tomada do controle acionário, é natural que a administração de uma companhia aberta opere sob a máxima de que todo cuidado é pouco; ou, conforme o ditado de marinha, no mar “quem tem um não tem nenhum; quem tem dois tem um”.

95. Os elementos probatórios dos autos permitem afirmar que tudo fazia parte de um único — e legítimo — objetivo: a cláusula de *poison pill*, a contratação de assessoria jurídica e financeira, as operações de recompra embasadas no Programa de Recompra então vigente, todos elementos

⁵⁷ Nesse sentido: PAS CVM nº RJ2006/4776, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 17.01.2007.

⁵⁸ Artigo 37 do estatuto social então vigente. Disponível em:

<<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmExibirArquivoIPEEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=687202>>.
Acesso em: 12.07.2024.



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

da estratégia de correção da avaliação dos ativos da Companhia e de proteção contra aquisições hostis.

96. Como já dito, se realmente a Arezzo pretendia realizar uma investida hostil, e se as recompras consistiam em medida necessária e eficaz para contê-la, não há como afirmar com certeza. Mas é coerente que esta tenha sido a medida adotada pelos Acusados, com as informações de que dispunham, à luz dos riscos e interesses que estavam em jogo.

97. O Diretor Relator afirmou, ainda, que não haveria corroboração econômica à estratégia de recompra de ações de emissão da Companhia, pelo fato de que o regulamento da B3, vigente à época, exigia um percentual mínimo de *free float* de 25%. Não vejo esse fator como suficiente para ilidir o fundamento econômico das recompras. Isso porque, de acordo com a versão mais recente do Formulário de Referência (“FR”) anterior a abril de 2021, as ações em circulação da Companhia correspondiam a 77,63% do seu capital social, percentual muito superior ao mínimo estabelecido pela B3⁵⁹.

98. Ademais, quanto ao limite máximo de 10% de ações de emissão própria que podiam ser mantidas em tesouraria, por exigência do *caput* do art. 8º da ICVM nº 567/15⁶⁰, vigente à época, pontua-se que, caso esse limite fosse atingido, a administração da Companhia poderia aprovar o cancelamento das ações mantidas em tesouraria, o que viabilizaria a continuidade das recompras em adequação ao limite estabelecido pela regulação⁶¹.

99. Concluo, por fim, que averiguar a intenção por trás da alegada prática de *insider trading* equivale a caminhar por um terreno espinhoso. É raríssimo, afinal, que haja provas incontestáveis de que o ilícito tenha sido ou não cometido; na maioria dos casos, o que há são provas indiretas, incumbindo ao julgador sopesar os indícios e contra-indícios para formar seu convencimento⁶².

⁵⁹ O referido FR pode ser consultado em:

<<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=98106&CodigoTipoInstituicao=1>>. Acesso em: 18.07.2024. Vide item 15.3 - Distribuição de capital.

⁶⁰ “Art. 8º As companhias abertas não podem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado”.

⁶¹ Veja-se que, posteriormente, na Assembleia Geral Extraordinária da Companhia realizada em 28.12.2021, medida dessa natureza foi efetivamente adotada, quando se deliberou o cancelamento das 4.309.012 ações ordinárias nominativas de emissão da Companhia então mantidas em tesouraria (Doc. 1699548).

⁶² Sobre o tema, manifestei-me anteriormente em PAS que também envolvia a apuração de *insider trading*: “Naturalmente, é de se esperar que existam poucas provas claras acerca da referida prática ilícita, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.



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

100. Feitas essas considerações, após extensa reflexão sobre o caso, não pude vislumbrar qualquer intenção, pelos Acusados, de obter vantagem indevida, o que impede a caracterização do elemento subjetivo (dolo) e, assim, afasta a possibilidade de sua condenação pelo ilícito objeto do presente PAS.

VIII. CONCLUSÃO

101. A extensa análise realizada nesta manifestação de voto — bem como no criterioso voto proferido pelo Diretor Relator e nas respectivas manifestações técnicas de voto do Presidente João Pedro Nascimento e da Diretora Marina Copola — reforça que o presente caso não é simples. O contexto fático que o envolve, consiste na execução de recompra de ações de emissão da Companhia, em defesa contra eventual aquisição hostil do controle, exigiram esforços redobrados para decidir se foi praticado, ou não, o ato ilícito imputado pela competente área técnica.

102. De fato, depois de longa reflexão, considero que não há como negar que havia informação privilegiada no caso concreto, bem como que tais informações foram acessadas pelos Acusados. Portanto, concedo que ao menos alguns elementos caracterizadores do *insider trading* estão, em parte, configurados.

103. Contudo, o sopesamento de relevantes contraindícios verificados no processo levaram-me à conclusão de que **não** está presente o elemento subjetivo, consistente na intenção de usar as informações privilegiadas de que se tem acesso com o efetivo intuito de obter vantagem ilícita. Como exposto acima — e em inúmeros outros processos julgados por esta Autarquia, em que se discutia o *insider trading* — a investigação da subjetividade dos acusados raramente será uma tarefa fácil, pois envolve um grau de subjetividade do próprio intérprete. Na maioria desses casos,

Nesse sentido, a análise de indícios e contraindícios é de suma importância para apuração dos fatos e correto julgamento da lide.

Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação dos acusados, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia.” (PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 29.05.2023).

Na mesma linha, remeto às reflexões da Diretora Marina Copola, em sua manifestação de voto no âmbito do PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, de minha relatoria, j. em 16.04.2024. Segundo ela, são “raros [os] casos em que, por exemplo, há uma confissão, uma gravação ou alguma outra forma de registro indicando que as ordens foram emitidas com base em informações não públicas”.



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

o trabalho do julgador é o daquele que tenta juntar os fragmentos de uma história incompleta, buscando, nas entrelinhas, um desfecho coerente.

104. Nas entrelinhas deste caso, portanto, os contraindícios que me impelem à absolvição se resumem nas observações seguintes:

- (i) a existência de um programa de recompra de ações, aprovado regularmente pelo conselho de administração da companhia, e cuja higidez não foi questionada pela acusação, é um indício relevante de que operações de recompra de ações de própria emissão de uma companhia foram embasadas economicamente;
- (ii) a execução de um programa de recompra de ações por uma companhia aberta pode ser motivada, dentre outras razões, tanto pela percepção de que seus ativos estão subavaliados perante o mercado, quanto pelo intuito de dissuadir eventual aquisição hostil;
- (iii) quanto a esta motivação, as recompras tendem a eliminar os acionistas dispostos a revender seus ativos por valores mais baixos, de modo que permanecerão no quadro acionário os acionistas com maior estima pelos ativos da companhia e que tenham nela interesses de longo prazo. Desse modo, caso o potencial adquirente hostil deseje prosseguir com o *takeover*, ele deverá pagar um preço maior pelas ações que restarem em circulação;
- (iv) ainda que, em retrospecto, não seja possível afirmar com exatidão se o *takeover* ocorreria ou não, o que pode a administração de uma companhia sob ameaça é se basear nos indícios existentes à época (no presente caso, a proposta formulada pela Arezzo em valor considerado baixo, bem como as declarações do presidente da Arezzo, mesmo após a rejeição da proposta pela Companhia, de que o negócio ia acontecer); e
- (v) o típico *insider* busca obter vantagem indevida a curto prazo, antes que a informação privilegiada de que só ele dispõe venha a público. No presente caso, contudo, continuou-se recomprando ações de própria emissão da Companhia, do dia 15.04.2021 em diante, mesmo após a divulgação de Comunicado ao Mercado e a expressiva valorização de HGTX3 (inclusive, as operações efetuadas neste dia não foram consideradas ilícitas pela Acusação).



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

105. Pelo exposto, voto pela **absolvição** dos Acusados em relação à imputação de violação ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/02.

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor