



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

417ª Sessão

Recurso 14.088

Processo 10372.000460/2016-39

Processo na primeira instância CVM RJ2013/11654

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: BANCO BTG PACTUAL S.A.

RELATOR: OTTO EDUARDO FONSECA DE ALBUQUERQUE LOBO

ADVOGADO: LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS (OAB/RJ 75.714)

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. Uso indevido de informação privilegiada. *Insider trading*. Aplicação das teorias da mente corporativa e chinese wall. A efetiva condenação em processo administrativo sancionador do ilícito de *insider trading* exige uma ampla, profunda e detalhada investigação, que revele indícios fortes, robustos e convergentes que permitam formar um quadro de segurança compatível com o almejado pela verdade real, fundamentando uma condenação, não podendo o ilícito ser comprovado somente por mera presunção consubstanciada na aplicação da teoria da mente corporativa. A comprovação da implantação de sistema robusto de segregação de atividades em bancos multisserviços, também denominada como "chinese wall", por ser imposta pelos órgãos reguladores e entidades autorreguladoras como barreira ao trânsito de informações privilegiadas entre os departamentos ou sociedades de um conglomerado financeiro, autoriza o funcionamento destas instituições e é admitida como contra indício apto a afastar a prova indiciária. Não demonstração de acesso à informação privilegiada. Inaplicabilidade do conceito da mente corporativa. Presunção não cabível. Recurso de ofício desprovido.

ACÓRDÃO CRSFN 197/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem:

1. conhecer do recurso de ofício, por unanimidade, com base no voto do Relator;
2. **negar provimento** ao recurso de ofício, por maioria, com base no voto do Relator, confirmando o arquivamento determinado em primeira instância, pela imputação de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A. Vencido o Conselheiro Antonio Augusto de Sá Freire Filho, que votou pelo provimento do recurso, com aplicação da penalidade de multa no valor de R\$15.106.646,00 (quinze milhões cento e seis mil seiscentos e quarenta e seis reais).

Iniciado o julgamento na Sessão 416ª, votaram pelo desprovimento do recurso os Conselheiros Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Francisco Papellás Filho e Alexandre Henrique Graziano, tendo o julgamento sido adiado em virtude de pedido de vista da Conselheira Adriana Cristina Dullius. Retomado o julgamento na Sessão 417ª, votaram os Conselheiros Adriana Cristina Dullius, João Batista de Moraes (tendo em vista sua presença na Sessão 416ª, quando da sustentação oral da defesa), Sérgio Cipriano dos Santos, Antonio Augusto de Sá Freire Filho e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Presente o Senhor

Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. André Alvim de Paula Rizzo, que, na Sessão 416ª, opinou pelo provimento do recurso de ofício.

Brasília, 20 de setembro de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 03/10/2018, às 16:35, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1212605** e o código CRC **52339CE7**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14088

Processo 10372.000460/2016-39

Processo na primeira instância CVM RJ2013/11654

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: BANCO BTG PACTUAL S.A.

RELATOR: OTTO EDUARDO FONSECA DE ALBUQUERQUE LOBO

RELATÓRIO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM com vistas à apuração de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

I. Fase Investigatória e Instauração de Inquérito Administrativo

2. No dia 21.01.2013, a Companhia CCX Carvão Colômbia S.A. (“CCX” ou “Companhia”) divulgou Fato Relevante declarando ter sido informada da proposta do controlador da Companhia, Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista”) de aquisição de 100% das ações em circulação da CCX, para fins de

fechamento do capital. O preço máximo por ação na OPA seria de R\$4,30, a ser pago em ações de outras companhias do Grupo EBX, do qual a CCX faz parte. Contudo, no dia 19.06.2013, a Companhia divulgou novo Fato Relevante informando sobre a desistência do controlador em realizar a referida OPA.

3. Nesse contexto, a Gerência de Acompanhamento de Mercado (“GMA”) detectou oscilações atípicas em trajetória de queda na cotação dos títulos CCXC3, bem como no volume financeiro transacionado entre 11 e 19.06.2013.

4. 3. Em 24.06.2013, a GMA encaminhou ofício à CCX solicitando: a) “Cronologia detalhada dos eventos relacionados ao fato relevante datado de 19/06/2013”; e b) “Lista de empresas e pessoas ligadas à CCX que participaram das reuniões ou que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações relacionadas com o assunto antes de sua divulgação pública”.

5. Em 01.07.2013, a Companhia protocolou resposta ao referido ofício, informando basicamente que: a) “Conforme informações prestadas pelo acionista controlador da Companhia, Sr. Eike Fuhrken Batista (“Acionista Controlador”), a sua decisão de desistir da oferta pública de aquisição das ações da Companhia para cancelamento de seu registro da companhia aberta junto a esta D. Comissão (“OPA”), então em processo de registro perante esta CVM, foi tomada em reunião mantida no dia 18 de junho de 2013 à noite, da qual participaram profissionais ligados a ele”; b) “Na manhã do dia 19 de junho, representantes do Acionista Controlador contataram o Diretor de Relações com Investidores da Companhia para transmitir a decisão formal do Acionista Controlador bem como contataram seus assessores jurídicos, do Lefosse Advogados, para tratar dos trâmites legais pertinentes a tal decisão, inclusive a coordenação do pedido formal de desistência da OPA com os assessores financeiros do Acionista Controlador, XP Investimentos”; c) “No próprio dia 19 de junho, a Companhia fez divulgar o Fato Relevante dando conta da comunicação recebida do Acionista Controlador sobre sua decisão de desistência da OPA”; e d) “Nos Anexos I, II e III [fls.27/30] encontram-se indicadas as informações solicitadas no Ofício sobre as pessoas ligadas ao Acionista Controlador, representantes da XP Investimentos e assessores jurídicos do Lafosse Advogados, que tiveram acesso a informações relacionadas à decisão do Acionista Controlador de desistir de realizar a OPA”.

6. Devido a reportagens divulgadas pelos jornais “O Globo” e “Valor Econômico”, que informaram ter havido uma reunião, em 18.06.2013, de executivos do Banco BTG Pactual S.A (“BTG Pactual”) com administradores da CCX, a GMA encaminhou novo ofício à Companhia, indagando sobre o envolvimento do BTG Pactual nas negociações que culminaram na desistência da realização da OPA.

7. Em resposta ao ofício supracitado, a CCX alegou basicamente que: a) “Conforme informações prestadas pelo acionista controlador da Companhia, Sr. Eike Fuhrken Batista (“Acionista Controlador”), a Companhia informa que o Banco BTG Pactual S.A. não figurou como assessor da Companhia ou do Acionista Controlador nesta operação específica”; e b) “Como informado pelo Acionista Controlador, em virtude da sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA. A despeito de tal consulta, tanto o BTG Pactual quanto quaisquer de seus funcionários só tomaram conhecimento da efetiva decisão do Acionista Controlador de desistência da OPA com a publicação do Fato Relevante pertinente”.

8. A análise dos maiores comitentes por volume financeiro negociado entre os dias 11 e 19.06.2013 indicou o comitente FIM CP LS Investimento no Exterior (“FIM CP LS”) operando segundo padrões que apontam indícios de uso de informações privilegiadas.

9. Através da corretora ICAP, o referido comitente operou fortemente na ponta da venda, totalizando, entre 11 e 19.06.2013, 4.122.300 ações vendidas. Em contrapartida, foram compradas, neste mesmo período, apenas 60 mil ações. O preço unitário médio de venda foi de R\$2,64. Por ter vendido as referidas ações antes da divulgação do fato relevante de 19.06.2013, seu volume financeiro nas vendas das 4.122.300 ações foi de R\$10.879.417,00. Se essas mesmas vendas tivessem sido efetuadas pelo preço de abertura do pregão do dia 20.06.2013 (R\$0,78 após a divulgação do fato relevante), o volume obtido teria sido de R\$3.215.394,00. Assim, se for descontado o valor relativo à compra de 60 mil CCXC3 antes do Fato Relevante, verifica-se que o benefício desse comitente foi de aproximadamente R\$7.553.323,00.

10. A Acusação pontuou que o FIM CP LS tem como único cotista o BTG Pactual, que é ligado ao Grupo EBX por meio de um acordo de cooperação estratégica, firmado em março de 2013, envolvendo assessoria financeira, linhas de crédito e futuros investimentos de capital de longo prazo para projetos.

11. Além das operações no mercado à vista, foram verificadas operações pelo referido investidor no mercado de empréstimo de ações. Notou-se que no dia 18.06.2013, o FIM CP LS foi tomador de

empréstimo de ações CCXC3, movimento atípico para esse investidor. Segundo a Acusação, tal ocorrência corroboraria a existência de uma estratégia de venda antes da divulgação do fato relevante potencialmente negativo para a Cia. CCX S.A.

12. Nesse contexto, a GMA-1 encaminhou ofício ao Sr. Emmanuel Rose Hermann, Diretor Responsável do BTG Pactual (Gestor do FIM CP LS), indagando sobre as operações envolvendo ações CCXC3 antes da divulgação do fato relevante em 19.06.2013. Em resposta, foram prestadas as seguintes informações:

- a) “O responsável pelas operações supracitadas foi o Sr. Marcus André Sales Sardinha (“Responsável”);
- b) “em virtude da publicação, em 21.01.2013, pela CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A. (“CCX”), de Fato Relevante apresentando a intenção do Grupo EBX de realizar uma oferta pública de permuta de ações para fins de cancelamento do registro de companhia aberta da CCX junto a esta D. Comissão (“Fato Relevante 21/01”) (“Oferta”), o Responsável vislumbrou a possibilidade de realizar uma operação de arbitragem de risco (“risk arbitrage”) vinculada a ações CCXC3”;
- c) “o responsável procedeu com sua operação de risk arbitrage que consistia em comprar ações CCXC3 e posteriormente vender ações OGXP3. As compras de CCX iniciaram no dia 22/01 e as vendas – que para serem realizadas prescindiam de aluguel de ações OGXP3 – se dariam no período e seguindo os critérios de apuração dos valores que seriam utilizados para a determinação da relação de troca das ações objeto da permuta e utilizariam uma métrica que evitaria qualquer exposição direcional (situação em que se corre risco de valorização ou desvalorização do ativo em questão) a qualquer dos ativos negociados nesta operação de risk arbitrage. Isto porque, ao final da permuta, seriam utilizadas para fazer frente às vendas de OGXP3”;
- d) “quando do protocolo da segunda minuta do edital da Oferta, houve a alteração das datas do leilão e da liquidação da Oferta: o leilão foi alterado de 4 de junho para 25 de junho e da liquidação do dia 7 de junho para o dia 28 de junho. Houve, portanto, o descasamento da operação de risk arbitrage originalmente planejada com a Oferta em si”;
- e) “mesmo com mudança, tentou-se seguir com a estratégia originalmente definida de forma a não descaracterizar a operação de risk arbitrage uma vez que, como dito, não havia interesse em correr qualquer risco direcional. No entanto, as condições de mercado após a alteração da Oferta estavam completamente diversas daquelas quando da decisão de se realizar a operação de risk arbitrage: o preço do aluguel de ações OGXP3 (35%) havia aumentado significativamente e penalizava muito o carregamento da operação de risk arbitrage”.
- f) “por este motivo, o responsável decidiu desfazer, nas datas 4 citadas no Ofício, a operação de risk arbitrage originalmente proposta, e, para tanto, efetuou (a) as vendas das ações CCXC3, que havia adquirido para este fim e (b) as compras de OGXP3 para fazer frente às vendas, já que o Responsável não tinha interesse em correr qualquer risco direcional de CCXC3 ou OGXP3”
- g) “informamos que nem o Sr. Marcus André Sales Sardinha, acima qualificado, nem qualquer das pessoas envolvidas nas operações acima descritas, está ou esteve de posse (ou teve acesso) a qualquer informação não pública sobre a CCX”.

II. Acusação

13. Ao analisar a Resposta fornecida pelo BTG Pactual, a Acusação entendeu que havia “pontos contraditórios, no que tange à comprovação do motivo para a realização das vendas de CCXC3 poucos pregões antes da divulgação de fato relevante pela Cia. CCX S.A”. Nesse sentido, a Acusação alegou que desde a data mencionada pelo gestor do fundo como de início de sua estratégia de risk arbitrage até abril de

2013, o FIM CP LS foi cedente líquido de empréstimo de ações OGXP3, e não tomador líquido. Ademais, verificou-se que o FIM CP LS já vinha tomando ações da OGX antes do início da mencionada estratégia. A Acusação apontou, ainda, que nada obstante o FIM CP LS ter decidido se desfazer da operação de risk arbitrage por conta do aumento significativo do custo de empréstimo de ações OGXP3, o mesmo continuou tomando emprestadas tais ações pelo menos até o dia 05.07.2013.

14. No que diz respeito ao empréstimo de ações CCXC3, também se verificou padrão atípico na tomada de ações em empréstimo pelo FIM CP LS. Em 18.06.13, véspera da divulgação do fato relevante, o número de contratos de empréstimo de CCXC3 bateu recorde para o período. Nesta mesma data, o FIM CP LS efetuou operação como tomador em empréstimo de ações da CCX, operação esta que, ao ver da Acusação, é discrepante, considerando que durante todo o ano de 2013 o FIM CP LS foi cedente de ações CCXC3 para empréstimo.

15. Em complementação às questões suscitadas a respeito da estratégia de risk arbitrage do FIM CP LS, a Acusação recorda o fato de que “pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA”, o que seria mais um indício de uso de informação privilegiada. A Acusação entende que se membros do BTG Pactual foram consultados, então a “mente corporativa” da referida instituição tinha ciência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

16. Por fim, a Acusação argui que como os investimentos foram realizados para a carteira do BTG Pactual, Instituição gestora do FIM CP LS e que teve acesso comprovado à informação privilegiada, não há necessidade de averiguar a segregação de atividades (chinese wall) da BTG Pactual para que se julgue o mérito da acusação.

17. Assim, o Termo de Acusação concluiu que deve ser responsabilizado, nos termos do art. 8 da Deliberação CVM nº 538/08: Banco BTG Pactual S/A, Gestor do FIM CP LS Investimento no Exterior, por se utilizar indevidamente de informação não divulgada ao mercado, em negociações com ações ordinárias de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., entre 11.06.2013 e 19.06.2013, conforme descrito no presente Termo e infringindo o disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02, considerados como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, na forma do art. 1º, I, d, da Instrução CVM nº 491/11 e do art. 18 da Instrução CVM nº 358/02.

III. Defesa

18. Em 06.02.2014, o BTG Pactual apresentou Defesa tempestiva. Inicialmente, a Defesa alega, conforme já havia sido informado pela Defendente, que as operações questionadas pela acusação faziam parte de estratégia definida em janeiro de 2013, quando da publicação de Fato Relevante informando o mercado sobre a OPA. Sobre o assunto, a Defesa arguiu, em síntese, que:

a) As ações da OGX não começaram a ser vendidas assim que a OPA foi anunciada, pois, para que a estratégia de risk arbitrage não albergasse risco direcional, era necessário que as mesmas fossem vendidas no período relevante, de forma a influenciar na definição do preço da ação OGX, que seria o utilizado no momento da permuta. Assim, as vendas apenas começaram quando se iniciou o período que seria considerado para fins de precificação das ações da OGX.

b) O gestor decidiu se desfazer das ações CCX em 24.05.13, após sucessivos adiamentos da realização da OPA que impossibilitaram o prosseguimento da estratégia. A referida data antecede consideravelmente a época da suposta existência de informação sigilosa não divulgada ao mercado. Ademais, também se verifica que, nesta mesma data, já haviam sido interrompidas as vendas diárias de ações de emissão da OGX.

c) A troca de mensagens, em 07.06.13, entre operador da ICAP e operador da Defendente (fl.141) corroboram a intenção do Defendente em zerar a posição em ações da CCX antes do dia 18.06.13.

d) O FIM CP LS zerou sua posição em CCX em 13/06/13, data na qual a Companhia confirmou ao mercado que realizaria a OPA. Assim, seria no mínimo duvidosa afirmação de que na mesma

data em que a OPA foi confirmada já se pretendia cancelá-la.

e) Precedentes de julgamentos do Colegiado da CVM reconheceram a fundamentação econômica das operações como elemento suficiente para desqualificar a acusação de insider trading, dentre os quais, os PAS 25/04 10, 11/09 11 e 11/08 12.

19. Sobre os supostos pontos contraditórios identificados pela Acusação, quando da análise das operações de empréstimo das ações citadas na resposta encaminhada pelo representante do investidor FIM CP LS, a Defesa informou que:

a) O fato de o FIM CP LS ter sido cedente líquido de ações OGXP3 no período entre 22.01.2013 e abril deste mesmo ano, e ter tomado empréstimos de OGXP3 até o dia 05.06.2013, se justificam por se inserirem em estratégias de delta hedge e de operação de carteira índice do FIM CP LS, e não de risk arbitrage.

b) O fato de, em 18.06.2013, o FIM CP LS ter sido tomador de empréstimo de ações de emissão da CCX ocorreu porque o mesmo estava em uma posição de cedente e teve que “chamar” essa posição. Houve uma pendência na entrega das ações alugadas e o fundo teve que ir ao mercado tomar empréstimo, a fim de devolver as ações vendidas.

20. A Defesa argumenta que o FIM CP LS vendeu as ações CCX que detinha anteriormente à existência da suposta informação privilegiada. Portanto, haveria uma falha cronológica na tese da Acusação.

21. A Defesa argui que, conforme o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 e inúmeros precedentes de julgamentos do Colegiado da CVM, é imprescindível para que reste comprovada a ocorrência de insider trading, que se verifique: (i) o acesso à informação privilegiada por parte de quem negociou ações; e (ii) que a atuação desse negociante no mercado tenha sido motivada por conta da ciência de tal informação. Dessa forma, a Defesa alega que o fato da Acusação considerar suficiente para configurar o ilícito que a “mente corporativa” da Defendente tenha tido acesso à informação está em completo desacordo com tais requisitos, principalmente por se tratar de “mente corporativa” formada por mais de 2.000 profissionais.

22. A Defesa assevera que o raciocínio da Acusação no sentido de que não seria preciso comprovar que quem tomou a decisão de investimento teve acesso à informação privilegiada nem tampouco analisar a chinese wall do Defendente implica em negar vigência às regras que autorizam a coexistência de áreas.

23. A Defesa ainda aponta que havia rumores no mercado a respeito do cancelamento da OPA da CCX. Tais rumores se refletiam, inclusive, na cotação da CCXC3, que entre as datas do anúncio da OPA e da desistência registrava quedas. A Defesa aponta que apesar de não ter sido este o motivo que levou o FIM CP LS a vender suas ações CCX, tais circunstâncias desconstroem a possibilidade da existência de uma informação privilegiada.

24. Em 09.07.2014, o BTG Pactual protocolou aditamento à Defesa (fls. 190-220). A Defesa alegou que a necessidade e admissibilidade deste Aditivo restam evidentes, uma vez que a Acusação contra o Defendente foi fundada em um precedente recente do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, que autorizaria a presunção de acesso à informação privilegiada, com base no conceito de “mente corporativa” de uma instituição financeira (julgamento do Recurso nº 13264).

25. Em seu aditamento, o Defendente acrescentou, basicamente, o que se segue:

a) A Acusação, ao empregar a teoria da “mente corporativa” como fundamento da peça acusatória, retira-a de contexto, dado que, nos termos da decisão do Recurso CRSFN nº 13264, resta claro que a demonstração da existência de informação privilegiada e do acesso pelo negociante é indispensável para a verificação do ilícito. Entretanto, tais demonstrações jamais foram feitas.

b) Os casos que adotaram o conceito de mente corporativa no Reino Unido se referiam a sociedades de auditoria, contabilidade e advocacia, e que se admite a política de segregação de atividades para afastar o insider para as instituições financeiras.

c) Não é possível ignorar a existência do chinese wall do Defendente pelo fato do caso envolver

operações proprietárias. Inclusive, a própria decisão do Recurso CRSFN nº 13.264 retrata a importância de que seja avaliada a eficiência de tal mecanismo.

d) O Defendente adota rigorosos mecanismos de segregação de informações, que foram devidamente obedecidos quando da realização das operações questionadas no processo em questão. Nesse sentido, cabe ressaltar que: i. no final de fevereiro de 2013, momento em que se iniciaram as tratativas de assessoria da área de investment banking do Defendente ao Grupo X, todas as companhias do Grupo X, dentre as quais a CCX, foram adicionadas à “lista cinzenta” de monitoramento do Compliance, o que traduz-se em uma análise mais rígida das operações envolvendo ativos das referidas companhias; ii. em 07.03.2013, com a efetiva celebração do contrato de prestação de serviços, tais companhias foram incluídas na lista restrita, de forma que apenas poderia ser autorizada a realização de qualquer transação envolvendo seus ativos com a autorização prévia do Compliance; iii. visto que, na época, o Defendente já possuía ativos do Grupo X, o Compliance foi devidamente consultado sobre como o Gestor do Fundo deveria proceder; iv. o Compliance autorizou a continuidade da execução da estratégia e a realização de negociações, mesmo com a inclusão das ações na lista restrita; e v. as pessoas apontadas pela CCX como as que teriam sido consultadas acerca do cancelamento da OPA pertencem à área de investment banking, estando sujeitas às restrições de transmissão de informações aplicáveis pelo chinês wall. Ademais, nenhum dos profissionais em questão foi considerado *above the wall*.

e) Não se pode falar em insider sem a prova de acesso à respectiva informação privilegiada que, cumulada com a verificação da intenção de tirar proveito da informação, caracteriza o ilícito. Em decisões passadas, a CVM já deixou isto claro.

f) A existência de barreiras de informação (chinês wall) impede a presunção de que houve insider.

IV. Decisão Recorrida

26. Em 23 de setembro de 2014 o Colegiado da CVM, por unanimidade de votos, decidiu absolver o Banco BTG Pactual S.A. da imputação de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsas de Valores envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A. (fls. 285/307):

“O parágrafo 4º do art. 157 dispõe: §4º - É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

4. Portanto, para que haja a negociação com informação relevante (insider trading), três elementos devem estar presentes: a. a utilização de informação relevante b. informação esta ainda não divulgada ao mercado; e c. com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem. É preciso analisar se, no caso em tela, estas três condições estavam presentes.

5. Cabe destacar também que a Acusação entendeu que o fato de cinco executivos terem sido consultados pelo controlador da CCX seria presunção de que o BANCO, como instituição, teria tido acesso à informação privilegiada sob o conceito de “mente corporativa”.

6. Na análise deste caso, chama muita atenção o fato de o Defendente estar negociando ações da CCX, por meio de um fundo exclusivo, por ele administrado, quando o mesmo BANCO tinha um acordo de cooperação estratégica com o Grupo EBX, controlador da CCX, desde março de 2013.

7. Contudo, no meu entendimento, é necessário analisar os fatos concretos envolvendo as operações em questão, o que inclui: os dias em que as operações foram realizadas, o contexto da operação, como a decisão de compra e venda foi tomada, e por quem foi tomada. O conceito de “mente corporativa” – ao qual retornarei adiante – não pode ser invocado como presunção absoluta de ilícito

quando os próprios reguladores de mercado de capitais, no Brasil e em outras jurisdições, admitem a existência de controles internos para assegurar a devida separação das atividades nos conglomerados financeiros. No meu entender, há de se averiguar se o chamado *chinese wall* e o uso de listas restritas foram efetivos e se a negociação ocorreu sob o conhecimento de informação relevante, aliás, um dos pré-requisitos da própria Lei para a caracterização do ilícito.

8. Inicialmente, observo que a CCX divulgou em 21.01.2013 fato relevante informando que o seu controlador faria oferta pública para aquisição (“OPA”) de 100% das ações em circulação da Companhia e que o preço máximo por ação na OPA seria de R\$4,31. Informou ainda que a aquisição seria paga com ações das demais companhias do Grupo EBX e que as relações de trocas seriam estabelecidas posteriormente.

9. Em seguida a este comunicado, as seguintes datas são importantes: · 08.02.2013: o Banco Plural é selecionado para elaborar o laudo de avaliação; · 25.02.2013: o laudo indica o intervalo de preço entre R\$3,83 e R\$4,24 por ação. O preço de R\$4,31 é confirmado pelo controlador ofertante. Nesta mesma data, a primeira minuta do edital da OPA é disponibilizada. Nesta minuta, o item 2.1 dispõe que “o acionista que aceitar a Oferta poderá optar por receber em permuta as Ações Oferecidas pelo Controlador de acordo com as relações de troca que serão definidas e divulgadas cinco dias antes do Leilão, com base no preço médio ponderado pelo volume das Ações Oferecidas pelo Controlador nos cinco dias úteis anteriores à divulgação”. O leilão foi marcado originalmente para 03.06.2013; · 06.03.2013: o Grupo EBX celebra Contrato de Assessoria Estratégica com o BTG; · 05.04.2013: a 2ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. A nova minuta altera a média dos dias úteis anteriores para o cálculo da relação de trocas que deixa de ser os cinco dias úteis e passa a ser os 30 dias úteis antes da data do anúncio da relação de troca; · 07.05.2013: a 3ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. O leilão é adiado de 03.06.2013 para 25.06.2013; · 24.05.2013: a 4ª minuta do Edital é disponibilizada. O leilão é adiado de 25.06.2013 para 12.07.2013; · 13.06.2013: Companhia divulga fato relevante informando que a OPA teria continuidade; · 18.06.2013: a 5ª minuta do Edital é divulgada. A data do leilão é mais uma vez alterada para 31.07.2013; e · 20.06.2013: o cancelamento da OPA da CCX é anunciado.

10. Como ficou demonstrado nos autos, logo após o anúncio do fato relevante da OPA em 21.01.2013, o responsável pela gestão da carteira do FUNDO entendeu haver uma oportunidade de arbitragem através da compra de ações da CCX e venda de ações da OGX, objetivando capturar um prêmio entre 4% e 5%. 11. Assim, o FUNDO adquiriu entre os dias 22.01.2013 e 26.02.2013, 4.441.300 ações da CCX 3 (fl. 142). Observo que toda esta compra foi anterior à assinatura do Contrato de Assessoria Estratégica entre o Grupo EBX e o Defendente que ocorreu em 07.03.2013. De posse das ações compradas no mercado à vista, o FUNDO passou a ser cedente destas ações no BTC.

12. Quanto às ações da OGX, a estratégia de arbitragem requeria que o FUNDO alugasse ações da OGX no BTC, isto é, fosse tomador líquido no BTC. A devolução das ações seria feita com o recebimento das ações no leilão previsto originalmente para 03.06.2013.

13. A 2ª minuta do Edital da OPA divulgada em 05.04.2013 dispôs que o preço médio ponderado a ser utilizado na troca das ações a serem oferecidas pelo Controlador seria o de 30 dias úteis anteriores à definição das relações de troca e não mais cinco dias, tal como anunciado anteriormente. A definição ocorreria cinco dias úteis antes do leilão, lembrando que o leilão estava inicialmente previsto para 03.06.2013.

14. O Gráfico do Termo de Acusação (fl. 11) é condizente com esta estratégia. De acordo com o Gráfico, o FUNDO foi cedente líquido das ações da OGX entre janeiro e o início de abril de 2013 e tomador líquido a partir de meados de abril quando começou o período para a formação do preço médio ponderado para a permuta.

15. No meu entender, esta posição do FUNDO no BTC envolvendo ações da OGX apresentada pela própria Acusação é coerente com a estratégia de estar vendido neste papel no período, cobrindo os 30 dias úteis anteriores ao anúncio da relação de troca para o leilão. O objetivo seria obter o preço médio ponderado mais próximo possível daquele que seria oferecido pelo Controlador no leilão. Ao final da operação, ao oferecer as ações da CCX no leilão na troca por OGX, o FUNDO

receberia as ações da OGX ao preço em que estava tomado no BTC, liquidando assim o seu empréstimo e capturando o prêmio inicialmente esperado.

16. Segundo a Acusação, o FUNDO vendeu 4.122.300 ações da CCX entre os dias 11 e 19.06.2013 de posse de informação privilegiada, isto é, sabendo que o Controlador iria anunciar a desistência da OPA, o que, de fato, ocorreu no dia 19.06.2013 às 18h25min, conforme divulgado no sistema IPE da CVM.

17. Inicialmente, observo que as vendas de ações da CCX pelo FUNDO em junho de 2013 começaram no dia 06.06.2013 e terminaram no dia 13.06.2013, antes, portanto, da data indicada pela Acusação, conforme mostra a Tabela 1. A Tabela também mostra o volume negociado de ações da CCX pelo mercado e os preços de fechamento e médio de cada pregão daquele mês.

18. É importante lembrar que a Companhia divulgou fato relevante no dia 24.05.2013, alterando a data do leilão de 25.06.2013 para 12.07.2013. A liquidez do papel era relativamente baixa: no mês de maio de 2013, o volume médio diário não passou de 121 mil ações, bastante reduzido em comparação com a posição detida pelo FUNDO de 4.501.300 ações.

19. A Defesa lembra que as notícias sobre as dificuldades do Grupo EBX tomavam as páginas dos jornais, fazendo com que o custo do aluguel das ações da OGX aumentasse no BTC, diminuindo a rentabilidade da operação de arbitragem do FUNDO. De fato, a taxa média para a tomada de empréstimos no BTC para a OGX passou de 2,84% a.a. em 26.02.2013, quando o Fundo montou a operação para 33% a.a. em 23.05.2012 e 24,45% em 06/06/2013 (fl. 281). Tabela 1: Venda de Ações da CCX pelo FUNDO – Junho 2013 Fonte: Economatica, exceto a coluna referente ao FUNDO cuja informação consta da fl. 142. Tabela da Gerência de Acompanhamento de Mercados (GEA-2) da SMI confirma a exatidão dos dados acima (fls.70-71).

20. A partir deste cenário, parece-me bastante plausível que o FUNDO tenha decidido genuinamente encerrar a operação de risk arbitrage, sem nenhuma influência de qualquer fator externo ao cenário aqui apresentado. Observo que o desmonte efetivo da operação de arbitragem começou no dia 06.06.2013 e terminou seis dias antes do anúncio. Note-se que a liquidez do papel aumentou muito justamente no dia 13 de junho quando a CCX informou ao mercado que a OPA estava mantida. Nesta data, o preço de fechamento subiu 16,7%. O FUNDO aproveitou a liquidez para zerar a sua posição.

21. É importante lembrar que esta era uma operação de arbitragem, sem apostas direcionais na CCX ou na OGX. As operações envolvendo as ações presentes nos autos corroboram o fato (operação de risk arbitrage). Aliás, o fato de que esta operação era de arbitragem fica claro em trechos das trocas de mensagens entre o responsável pelas ordens do FUNDO e a corretora no dia 06.06.2013, quando o FUNDO começou a zerar a posição (fl. 75):

Responsável pelo FUNDO: Bota vendendo aí 10k de ccx3 no 3,85

Operador da Corretora: OK Responsável pelo FUNDO: e sempre que executar ccx, compra 70% do financeiro equivalente com OGX. (...) tem 4mm ações de ccx pra vender! (...)

Responsável pelo FUNDO: Quanto fizemos de ccx? Operador da Corretora: fiz 66100. Alias tenho que terminar de fazer 71100 porque fiz um pouco mais de ogx. São 5000 só de ccx

Responsável pelo FUNDO: Sem problema. Não precisa ser ciência exata nep (sic) não.

22. Nos dias seguintes, o mesmo padrão se repete:

Dia 07.06.2013: Responsável pelo FUNDO: na ccx/ogx, pode continuar aquele esquema lá. Operador da Corretora: blz Responsável pelo FUNDO: na ogx/ccx, continua lá tentando fazer nesses níveis. vendendo ccx e comprando ogx (70%). Operador da Corretora: k (sic). Dia 11.06.2013 Responsável pelo FUNDO: na ogx/ccx, continua lá tentando fazer nesses níveis. Operador da Corretora: vendendo ccx e comprando ogx (70%)

23. Deixo de reproduzir outros diálogos na mesma linha nos dias 12 e 13. Contudo, percebe-se no dia 12.06.2013, a clara irritação do operador do FUNDO com a queda do preço de ambas as ações - as ações da CCX abriram a R\$3,24, mas caíram a R\$2,15 para fechar a R\$2,45, enquanto as ações da OGX variaram entre R\$1,01 e R\$1,21. A operação de arbitragem se quebrava porque a OGX também caía muito. E o operador do BANCO deixa isto claro: “so hj a p_ _ eh maior que essa boleta de

ogx aí ...nem com o hedge de ogx q m_ _ _ ... só dando porrada nesse eike mesmo”. Estas interações não me parecem de alguém que esteja ganhando dinheiro, pelo contrário!

24. A Acusação alega que cinco profissionais ligados ao Defendente foram consultados sobre “eventual desistência da OPA” (fl. 6). A Acusação não se preocupou em averiguar qual o cargo desses profissionais e em que área do banco estavam lotados, ou quando foram consultados pelo Controlador do Grupo EBX. A Defesa informa que todos os cinco pertenciam ao BANCO de Investimentos (investment banking).

25. Conforme mencionei acima, não concordo com a Acusação quando esta utiliza o conceito de “mente corporativa” para presumir que o conhecimento por cinco profissionais do BANCO – o qual detém mais de 2.000 colaboradores, dos quais 200 sócios – seja suficiente para caracterizar o conhecimento por todo o BANCO da mesma informação.

26. É preciso analisar a segregação das atividades no BANCO e os seus controles internos para averiguar como se comportaram no caso concreto.

27. Segundo a Defesa, “[t]odas as áreas que possuem conflitos de interesse entre si são física e logicamente segregadas, com rigoroso controle dos acessos a sistemas e ao espaço físico. Os profissionais do lado público (mesa proprietária, asset, entre outros) não podem acessar o espaço físico em que se encontram os profissionais do lado privado (que, por suas funções, normalmente podem ter acesso a informações sigilosas e confidenciais de companhias)” (fl. 213).

28. Inicialmente, observo que no final de fevereiro de 2013, quando, segundo a Defesa, o Defendente iniciava as tratativas de assessoria da área de investment banking com o Grupo X (ainda não públicas, naquele momento), o Defendente colocou todas as empresas do grupo, incluindo a CCX na lista de monitoramento cinza (grey list) do Compliance do BANCO (fls. 252-253) 5. No dia 7 de março, com a celebração do Contrato de Assessoria entre o Defendente e o Grupo EBX, as ações deste Grupo foram colocadas na lista restrita e não mais poderiam ser negociadas sem a autorização do Compliance (fls. 254-258).

29. Observo que, de fato, há uma troca de e-mails entre o responsável pelas operações do fundo e o Compliance sobre a operação de risk arbitrage. Nesta troca de e-mails, o Compliance dá o seu “de acordo” para a desmontagem da operação, enfatizando que o FUNDO não poderia tomar posição direcional em nenhum dos papéis (fl. 269). No dia 11.04.2013 – dois meses e meio antes da desistência da OPA da CCX – o operador do FUNDO envia para o Compliance do BANCO a minuta do Edital divulgada em 05.04.2013 informando a mudança dos dias úteis a serem utilizados para o cálculo da relação de trocas de cinco para 30 dias úteis. Ele explica que, para não ter nenhuma posição direcional, seria necessário começar a vender uma das ações do Grupo X que seria oferecida na troca. Sugere, ainda, que a venda para zerar a operação de “Risk Arb com a CCX” seja a OGX, pois esta ação não teria o “limite de 2% do capital para troca de ações na OPA”. No dia seguinte, o Compliance dá o OK na operação (fl. 268).

30. A meu ver, o Defendente conseguiu demonstrar nos autos que: i. as operações envolvendo as ações da CCX e OGX eram parte de uma operação de arbitragem sem apostas direcionais; ii. o BANCO detinha e, de fato, no caso em tela, aplicou mecanismo para colocação em listas de controle de ações das quais colaboradores seus poderiam deter informação privilegiada; e iii. o Compliance do Defendente autorizou a operação de desmonte da operação derisk arbitrage do FUNDO.

31. Pelo exposto acima, a meu ver, não restou comprovado nos autos que a venda de ações da CCX pelo FUNDO entre os dias 06.06.2013 e 13.06.2013 - e não entre 11.06.2013 e 19.06.2013 como apontou a Acusação – tenha sido realizada com base em informação privilegiada.

32. Resta ainda discutir o conceito de “mente corporativa” e a sua aplicação pela Acusação no caso concreto.

33. O conceito de “mente corporativa” foi inicialmente utilizado no Brasil no Julgamento do Recurso nº 13264, em 25.09.2013, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional referente ao Processo CVM nº RJ2009/13459.

34. Em seu ótimo Voto, o Conselheiro Marcos Davidovich explicou a origem do conceito da segregação das atividades (Chinese Wall) e o seu uso pela SEC e pelas autoridades do Reino Unido. O Conselheiro explicou que quando o conceito ganhou

contornos nos Estados Unidos, a Securities and Exchange Commission (SEC) deixou claro que, embora achasse válido e salutar o estabelecimento do Chinese Wall, a sua existência não era condição suficiente para elidir pretensões punitivas por parte da SEC. A estrutura de segregação de atividades passou, inclusive, a ser objeto de fiscalização pela SEC. São elementos importantes para demonstrar a efetividade da segregação a ausência de comunicação entre diferentes partes do conglomerado financeiro; restrição de acesso a arquivos e computadores; separação física; acompanhamento das operações; uso das listas de restrição de negociação; e treinamento.

35. Davidovich lembrou que a SEC, em 1974, se posicionou no sentido de que os bancos múltiplos, além de demonstrarem a segregação das atividades, deveriam ter lista de restrição de negociação de ações. Contudo, apenas em 1980, a SEC ressaltou que “estariam vedadas operações em carteira própria com ações das quais a instituição possua informação material não divulgada, ainda que demonstrasse a existência de efetiva segregação entre as áreas” .

36. O uso do conceito da “mente corporativa” foi utilizado inicialmente no Reino Unido na década de 90. De acordo com Davidovich, em 1998, o Lord Justice Waller, na decisão HRH Prince Jefri Bolkiah v. KPMG , ressaltou que “não haveria qualquer utilidade em analisar a efetividade da segregação apresentada, na medida em que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro (mesma “mente” da sociedade)” .

37. O Conselheiro deixou claro que o conceito de “mente corporativa” foi utilizado para firmas de advocacia e contabilidade e que o órgão regulador inglês admite o argumento da segregação de atividades como defesa. No caso brasileiro, o Voto deixou claro que “há que ser demonstrado o conhecimento da informação privilegiada por parte de quem a usou” e que “a alegação de existência de Chinese Wall pode eventualmente servir como defesa, cabendo, portanto, a esta demonstrar a sua eficácia. Não há como se pretender que, desde o início, a CVM desconstitua uma suposta existência de segregação que não chegou sequer a ser provada quando da fase inquisitiva pré-processual” .

38. Aliás, a observação feita pelo Conselheiro está em perfeita consonância com os precedentes da CVM que trataram do tema da segregação de atividades em casos de insider information. Veja-se, por exemplo, o voto do Diretor-Relator Alexsandro Broedel no PAS nº RJ2009/13459, julgado em 30.11.2010: “Creio que a simples alegação de existência de práticas internas de segregação, desprovida de qualquer comprovação de que tais práticas foram efetivas no caso concreto, não é capaz de infirmar uma acusação que se encontra solidamente fundamentada nas provas colhidas nos autos. Com efeito, diante de um conjunto de provas a indicar que uma instituição ou um grupo econômico não abriu mão de negociar com as ações de uma companhia mesmo tendo acesso a informações privilegiadas, não se pode admitir o argumento do Chinese Wall, sem que essa alegação venha acompanhada da prova que, na prática, a segregação de atividades e informações entre as áreas preveniu o uso indevido dessas mesmas informações privilegiadas”. “Alerte-se que a chinesa wall não é uma defesa absoluta, pois mesmo quando ela é eficaz, uma informação privilegiada pode ser transmitida entre diferentes setores de uma instituição financeira. Portanto, a alegação de segregação de atividades precisa ser avaliada em conjunto com as demais circunstâncias e provas do caso. Em casos em que, como no presente, a instituição negocia para a sua carteira própria, a defesa baseada no chinese wall tem de ser apreciada com grande cuidado”.

39. Em voto anterior, no PAS nº 18/01, julgado em 04 de novembro de 2004, o Diretor Marcelo Trindade enfatizou a necessidade também do uso das listas restritas ao escrever: “Chinese wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o chinese wall adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator”.

40. O que restou comprovado pelos julgadores neste caso julgado pelo CRSFN por unanimidade, foi que as operações “foram feitas em um ambiente com falta de segregação adequada” o que combinado com a existência de outros elementos (p.ex.

o timing perfeito das operações) levou à conclusão de que houve “insider information”.

41. Pelo acima exposto, discordo da conclusão da Acusação segundo a qual há “legítima presunção de que a “mente corporativa” do BANCO BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada” e que “sequer há necessidade de tal discussão, uma vez que os investimentos foram realizados pela carteira própria”.

42. Levando-se em consideração que a negociação ocorreu para a carteira própria e que o BANCO tinha um contrato de assessoria com o Grupo EBX, uma negociação tal como a que ocorreu chama a atenção e deve ser devidamente investigada por esta Autarquia. Contudo, a se admitir a simplicidade da visão do parágrafo anterior, estaríamos praticamente tornando o insider information em delito objetivo pelas instituições financeiras quando há necessidade de se mostrar o uso da informação privilegiada com dolo de se obter lucro, o que a meu ver não ficou demonstrado no caso concreto.

43. Esta conclusão não está em desacordo com o Voto acompanhado por unanimidade pelo CRSFN acima comentado. Embora o Voto mencione o conceito de “mente corporativa” para reforçar o seu argumento de que o Chinese Wall não foi efetivo naquele caso, em nenhum momento o Voto deixou de mencionar que se admite a segregação de atividades como defesa. Claro, desde que haja e seja devidamente comprovada, como no caso dos autos, a efetiva segregação!

44. O Conselheiro Davidovich, em artigo acadêmico recente, ao rever a literatura inglesa, mencionou que “esse posicionamento não ficou sem críticas, já que em grandes firmas, com complexas estruturas, não há como se admitir que cada um de seus empregados possa ter conhecimento das operações e negociações que ocorrem a cada minuto no âmbito da sociedade. Constatou-se, assim, a necessidade de conciliação entre esse conceito rígido de “mente” corporativa e o conceito legal de segregação estabelecido no Financial Services Act de 1986”.

45. Ressalto o final da observação feita pelo Conselheiro Davidovich no parágrafo 37 ao informar que não ficou “provada [a segregação] quando da fase inquisitiva pré-processual”. No caso em tela, durante a instrução do processo, não houve análise da existência do Chinese Wall, de listas restritas, e da efetividade destes instrumentos. Contudo, o aditamento da Defesa (fls. 190-220) trouxe elementos que indicam a existência da segregação das atividades e do efetivo uso das listas restritas e do Compliance no caso concreto, conforme discutido acima.

V. Recurso de Ofício

27. A CVM interpôs recurso de ofício da decisão absolutória a este Conselho de Recursos.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 3 de novembro de 2017.

Otto Eduardo Fonseca de A. Lobo

Conselheiro Relator



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 01/11/2017, às 15:08, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14088

Processo 10372.000460/2016-39

Processo na primeira instância CVM RJ2013/11654

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: BANCO BTG PACTUAL S.A.

RELATOR: OTTO EDUARDO FONSECA DE ALBUQUERQUE LOBO

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA. *INSIDER TRADING*. APLICAÇÃO DAS TEORIAS DA MENTE CORPORATIVA E *CHINESE WALL*. A EFETIVA CONDENAÇÃO EM PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DO ILÍCITO DE *INSIDER TRADING* EXIGE UMA AMPLA, PROFUNDA E DETALHADA INVESTIGAÇÃO, QUE REVELE INDÍCIOS FORTES, ROBUSTOS E CONVERGENTES QUE PERMITAM FORMAR UM QUADRO DE SEGURANÇA COMPATÍVEL COM O ALMEJADO PELA VERDADE REAL, FUNDAMENTANDO UMA CONDENAÇÃO, NÃO PODENDO O ILÍCITO SER COMPROVADO SOMENTE POR MERA PRESUNÇÃO CONSUBSTANCIADA NA APLICAÇÃO DA TEORIA DA MENTE CORPORATIVA. A COMPROVAÇÃO DA IMPLANTAÇÃO DE SISTEMA ROBUSTO DE SEGREGAÇÃO DE ATIVIDADES EM BANCOS MULTISSERVIÇOS, TAMBÉM DENOMINADA COMO "CHINESE WALL", POR SER IMPOSTA PELOS ÓRGÃOS REGULADORES E ENTIDADES AUTORREGULADORAS COMO BARREIRA AO TRÂNSITO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS ENTRE OS DEPARTAMENTOS OU SOCIEDADES DE UM CONGLOMERADO FINANCEIRO, AUTORIZA O FUNCIONAMENTO DESTAS INSTITUIÇÕES E É ADMITIDA COMO CONTRA INDÍCIO APTO A AFASTAR A PROVA INDICIÁRIA. NÃO DEMONSTRAÇÃO DE ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA. INAPLICABILIDADE DO CONCEITO DA MENTE CORPORATIVA. PRESUNÇÃO NÃO CABÍVEL. RECURSO DE OFÍCIO DESPROVIDO.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM com vistas à apuração de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

2. Primeiramente, afasto a incidência da prescrição ordinária e intercorrente, nos termos previstos na Lei nº 9.873/1999. Conforme consta dos autos, apuram-se fatos que ocorreram em 2013, no mesmo ano a SMI apresentou o Termo de Acusação que, em 23 de setembro de 2014, foi julgado pela CVM. Em 2017 os autos foram a mim redistribuídos em função do termino do mandato do Conselheiro

Blair. Assim, não há que se falar em prescrição ordinária, tampouco em prescrição intercorrente, nos termos da legislação, dado que este processo não restou inerte mais de três anos pendente de decisão ou despacho.

3. O *insider trading* é um dos ilícitos no mercado de capitais incorporados à Lei das S.A através da Lei 10.303 de 2001^[1]. Dentre os ilícitos administrativos, o *insider trading* está elencado no § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76 e regulamentado através do art. 13 da ICVM 358. Segundo o texto legal, é vedada a utilização de informação relevante^[2] ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

4. A norma prevista acima foi inspirada na legislação norte-estadunidense^[3], que consagrou o princípio do *disclosure or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar). Este princípio consiste no fato de que “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”^[4].

5. Com o desenvolvimento de instituições financeiras multisserviços ao longo das últimas décadas, aumentaram-se os riscos de conflito de interesse dentro das mesmas. Visando à proteção dos clientes e de suas informações de caráter sigiloso, tais instituições basearam-se nos primeiros casos de *insider trading* analisados pelos órgãos regulatórios de mercado e inicialmente passaram a adotar medidas de autorregulação no que tange à segregação de atividades, de forma a impedir o fluxo interno de informações sigilosas.

6. Ao conjunto dessas medidas adotadas de segregação de atividades das instituições multisserviços norte-estadunidenses deu-se o nome de “*chinese wall*” (termo usado no PAS contra a Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith e outros de 1968), que posteriormente foram tropicalizadas e regulamentadas no ordenamento jurídico brasileiro. Estas medidas consistem na adoção de uma política interna para divulgação de informações; realização de programas de treinamento dos funcionários; restrição de acesso aos documentos; transparência na existência da segregação, separação física dos departamentos, entre outras. Apesar de cada instituição adotar o seu modelo de Chinese Wall, o princípio básico de contenção das informações sempre é o mesmo.

7. A importância da autorregulação e regulação quanto à segregação de atividades de cada instituição está no fato de que a informação ainda não divulgada é valiosa para aquele que a detém, uma vez que o mercado ainda não reflete a nova informação. A segregação busca, portanto, manter bons níveis de boa-fé nas operações e evitar assimetria de informação entre os players do mercado financeiro (FERRARA, 1995, n.p.).

8. Se a instituição financeira possui uma política de Chinese Wall implementada de forma adequada, ela é capaz de impedir o fluxo de informações do departamento que deve manter sigilo sobre as informações dos clientes para os demais. Além de diminuir as chances de ocorrência de *insider trading*, ela permite, caso haja ocorrência, que se rastreie a transmissão da informação, sendo meio facilitador de apuração e investigação de casos de *insider trading*. Ademais, é instrumento apto a reduzir ou afastar a responsabilidade da companhia, caso um de seus funcionários vaze informação, se se restar demonstrado que esta estabeleceu um sistema de Chinese Wall eficaz.

9. No que tange à eficiência, conforme Ferrara (1995, n.p), a autorregulação das instituições pode ser uma eficaz forma de fiscalização. A autorregulação flui da própria administração da companhia, que já compreende suas prioridades e responsabilidades. “*Like quality, ethics cannot be inspected into an organization*” (Pitt e Groskaufmanis, 1990, p. 1559, 1561) - em tradução livre, “*como qualidade, a ética não pode ser introduzida por inspeção para dentro de uma organização*”.^[5] Assim, a Chinese Wall serve também ao propósito de educar o funcionário de instituições financeiras multisserviços sobre a ilegalidade de *insider trading*.^[6]

10. O *insider trading* possui tanto fundamento ético em manter um mercado de capitais onde os players possuem o mesmo nível de informação e boa-fé, e, além disso, razões econômicas ligadas no conceito de eficiência na reflexão genuína do valor dos valores mobiliários (EIZERIK, 2011). A sua imputação, contudo, muitas vezes é de difícil comprovação. A complexidade de se identificar e punir esse ilícito exige dos órgãos regulatórios rigor na apuração dos fatos, na investigação dos agentes envolvidos e, sobretudo, na aplicação da lei.

11. A efetiva investigação e condenação em processo administrativo sancionador de casos complexos de *insider* requerem uma ampla, profunda e detalhada investigação de cada um dos indícios do delito administrativo. Sob uma perspectiva penal, ensina Guilherme Nucci que o indício, previsto no art.

“é um fato secundário, conhecido e provado, que, tendo relação com o fato principal, autorize, por raciocínio indutivo-dedutivo, a conclusão da existência de outro fato secundário ou outra circunstância. (...) A indução nos permite aumentar o campo do conhecimento, razão pela qual a existência de vários indícios torna possível formar um quadro de segurança compatível com o almejado pela verdade real, fundamentando uma condenação ou mesmo uma absolvição.”^[8]

12. Contribui para esta definição Maria Thereza Rocha de Assis Moura, afirmando que “indício é todo rastro, vestígio, sinal e, em geral, todo fato conhecido, devidamente provado, suscetível de conduzir ao conhecimento de um fato desconhecido, a ele relacionado, por meio de um raciocínio indutivo-dedutivo”^[9].

13. Provar a autoria e materialidade em um caso complexo de insider é como analisar um quebra cabeça de uma figura de girafa contendo quinhentas peças, em que trezentas destas foram perdidas e o acusado detém cerca de cento e cinquenta em seu poder.

14. É sempre um trabalho difícil, cabendo ao acusador investigar e demonstrar todos os indícios, como, no exemplo dado - as cinquenta peças disponíveis, que, para facilidade de compreensão, mostram somente as patas do mencionado ruminante africano.

15. Assim, deve o acusador atuar de forma diligente e provar ao julgador que, não obstante inexistirem as peças principais do quebra cabeça (e.g. cabeça e tronco da girafa) que comprovariam a autoria e materialidade do delito (mostrariam a cabeça e o rosto da girafa), as provas apresentadas pela acusação seriam suficientes para tanto (as peças detidas pela acusação mostram as patas da girafa, somente podendo se tratar deste animal ruminante africano). Ou seja, em casos de apuração de insider trading, quase nunca se tem todas as peças (indícios e provas), cabendo à acusação realizar uma investigação muito mais ampla, profunda e detalhada das poucas provas e indícios disponíveis de forma que consiga contribuir para formar o convencimento do julgador. A experiência deste Conselho demonstra que essa complexidade aumenta quando, como no caso presente, há o envolvimento de instituições financeiras multisserviços, que, além de prestarem serviços de assessoria financeira (“*investment banking – IB*”, “*wealth management*” etc.), também realizam intermediação e/ou negociação direta de valores mobiliários por meio de veículos de investimento (“*asset management*”, “*broker management*” etc.). ^{[10] [11] [12]}

16. A acusação é de que o Banco BTG Pactual teria se beneficiado da sua posição de assessor financeiro da EBX para proteger operações efetuadas por um Fundo próprio com papéis da CCX, controlada pela EBX. Demonstrou-se nos autos que o assessor financeiro direto da CCX na operação específica foram a XP Investimentos e o Banco Brasil Plural, conforme descrito no termos de acusação de fls. 03/15. ^[13]

17. Apesar disso, o Acionista Controlador da CCX revelou, em resposta ao Ofício CVM/GMA-1/Nº054/13, que “*em virtude da sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA*”. A despeito de tal informação, informou ainda que “*tanto o BTG Pactual quanto quaisquer de seus funcionários só tomaram conhecimento da efetiva decisão do Acionista Controlador de desistência da OPA com a publicação do Fato Relevante pertinente*”.

18. Assim, as “oscilações atípicas” com as ações da CCX entre os dias 11/06/2013 e 19/06/2013, identificadas pela SMI, que indicariam que o FIM CP LS teria operado com informação privilegiada, combinadas com o fato de que cinco profissionais do Banco BTG Pactual detinham informações acerca do cancelamento da OPA que seria divulgado, foram considerados suficientes para basear a acusação.

19. A acusação arguiu que, como os investimentos foram realizados para a carteira do BTG Pactual, instituição gestora do FIM CP LS e que teve acesso comprovado à informação privilegiada, não haveria necessidade de averiguar a segregação de atividades (*chinese wall*) do Banco BTG Pactual, posto que haveria legítima presunção do acesso à informação privilegiada. Para tanto, a acusação se valeu do conceito de “mente corporativa”, introduzido por este Conselho, no Recurso nº 13264 (Processo Sancionador CVM nº RJ-2009-13459).

20. De acordo com os recentes precedentes deste Conselho^[14], a caracterização do ilícito de *insider trading* depende da verificação de 5 (cinco) elementos caracterizadores, quais sejam: (a) a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; (b) o acesso a esta informação pelo agente; (c) a ciência de que tal informação ainda não é pública; (d) sua utilização na negociação de valores mobiliários; e (e) a finalidade de aferimento de vantagem para si, ou para outrem.

A EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO RELEVANTE AINDA NÃO DIVULGADA

21. Para que uma informação possa ser classificada como privilegiada, devem ser verificados se estão presentes no caso concreto dois elementos: o da relevância e o do sigilo (PAS CVM 2013/5793; PAS CVM 06/2003). A informação privilegiada em questão diz respeito ao cancelamento da Oferta Pública de Ações da CCX, que foi divulgado através de fato relevante em 19/06/2013. Cabe verificar quando essa informação foi concebida, se era ou não relevante^[15] suficiente para gerar uma posição de assimetria informacional em relação aos demais investidores de ações CCX e se era sigilosa^[16] antes de sua divulgação em 19/06/2013.

22. Faz-se importante recorrer aos principais fatos que precederam a informação privilegiada. Logo após o anúncio do fato relevante em relação à realização da OPA, ocorrido em 21/01/2013, o FIM CP LS adquiriu 4.441.300 ações da CCX, entre os dias 22/01/2013 e 26/02/2013 (fls. 142). De acordo com a defesa, o responsável pela carteira do FIM CP LS entendeu haver uma oportunidade de arbitragem^[17] através de compra de ações da CCX e venda de ações da OGX, com objetivo capturar um prêmio entre 4% e 5%.

23. Nos termos da fl.138, a estratégia de *risk arbitrage* consiste em aproveitar a diferença na cotação das ações que serão objeto de uma permuta entre a data do anúncio da operação e de sua realização. Ainda nos termos da fl.138, a partir da data do anúncio da OPA de permuta, o gestor adquire as ações que dela serão objeto e, no período relevante para a definição da relação de troca com a segunda ação, aluga estas e as vende ao preço mais próximo possível do preço que será utilizado na definição da relação de troca.

24. De acordo com as fls. 9 a 15, em 21/01/2013, a CCX publicou Fato Relevante apresentando a intenção do Grupo EBX de realizar uma oferta pública de permuta de ações para fins de cancelamento do registro de companhia aberta. Diante desta publicação, o defendente afirmou vislumbrar a possibilidade de realizar uma operação de arbitragem de risco (*risk arbitrage*) vinculada a ações CCXC3. Ao final da permuta, as ações da CCX seriam utilizadas para fazer frente às vendas de OGXP3. Argumentou que as condições de mercado, após a alteração da Oferta, estavam completamente distintas daquelas de quando fora decidido realizar a operação de *risk arbitrage*. O preço do aluguel de ações OGXP3 (35%) havia aumentado significativamente e acabava por prejudicar a operação de *risk arbitrage*. Com isso, o Sr. Marcus André Sales Sardinha decidiu desfazer a operação de *risk arbitrage* originalmente proposta. Para tal, efetuou as vendas de ações CCXC3, que havia adquirido para este fim e as compras de OGXP3 para fazer frente às vendas, já que não tinha interesse em correr qualquer risco direcional de CCXC3 ou OGXP3.

25. Ademais, conforme fls. 148 e 149, há questões factuais que comprovam a execução de estratégia de *risk arbitrage* com a OPA da CCX, interrompida por força de sucessivos adiamentos do respectivo leilão: o Fundo passou a adquirir ações da CCX a partir da data em que a OPA foi anunciada e vender ações OGX justamente no período relevante para fins da OPA e, portanto, da estratégia. No dia 24/05/2013, houve novo adiamento do leilão da OPA que levou o BTG Pactual a decidir por zerar a estratégia, tanto que de imediato interrompeu as vendas diárias de OGX que teria que fazer se não fosse a decisão de interromper a estratégia de *risk arbitrage*, além do registro da corretora que intermediou as operações, o que de certa forma comprova que a intenção com as vendas de CCX nos primeiros dias de junho era a de zerar a posição. Por fim, o Fundo somente conseguiu zerar a posição no dia 13 de junho, mesma data em que a CCX foi a mercado confirmar que faria a OPA, de modo que é possível afirmar que a atuação do BTG Pactual não tinha relação com a eventual desistência da OPA, mas com seu adiamento em maio.

26. Portanto, concordo com a conclusão inferida pela Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novais, conforme trecho de fl. 297 da decisão da Comissão de Valores Mobiliários:

“[...] esta posição do FUNDO no BTG envolvendo ações da OGX apresentada pela

própria Acusação é coerente com a estratégia de estar vendido neste papel no período, cobrindo os 30 dias úteis anteriores ao anúncio da relação de troca para o leilão. O objetivo seria obter o preço médio ponderado mais próximo possível daquele que seria oferecido pelo Controlador no leilão. Ao final da operação, ao oferecer as ações da CCX no leilão na troca por OGX, o FUNDO receberia as ações da OGX ao preço em que estava tomado no BTG, liquidando assim o seu empréstimo e capturando o prêmio inicialmente esperado. Segundo a acusação, o FUNDO vendeu 4.122.300 ações da CCX entre os dias 11 e 19/06/2013 de posse de informação privilegiada, isto é, sabendo que o Controlador iria anunciar a desistência da OPA, o que, de fato, ocorreu no dia 19/06/2013 às 18:25h, conforme divulgado no sistema IPE da CVM Inicialmente, observo que as vendas de ações da CCX pelo FUNDO em junho de 2013 começaram no dia 06/06/2013 e terminaram no dia 13/06/2013, antes, portanto, da data indicada pela Acusação [...]"

27. Importante reproduzir tabela compilando os principais eventos acima mencionados:

21/01/2013	CCX divulga fato relevante, informando que o seu controlador iria realizar OPA para cancelamento de registro da companhia, sendo o preço máximo por ação de R\$ 4,31. Informa, ainda, que a aquisição seria paga com ações das demais companhias do Grupo EBX e que as relações de trocas seriam estabelecidas;
22/01/2013	FIM CP LS inicia a aquisição de 4.441.300 ações da CCX com objetivo de operar uma arbitragem através da venda de ações da OGX;
25/02/2013	O preço de R\$ 4,31 é confirmado pelo controlador ofertante;
	Disponibilizada a minuta do Edital da OPA, designando o leilão para o dia 03/06/2013;
06/03/2013	Grupo EBX celebra o Contrato de Assessoria Estratégica com o BTG;
05/04/2013	Disponibilizada 2ª minuta do Edital da OPA, alterando a métrica da relação de troca das ações, que deixa de ser os cinco dias úteis anteriores e passa a ser 30 dias úteis anteriores da data do anúncio da troca;
07/05/2013	Leilão adiado de 03/06/2013 para o 25/06/2013;
24/05/2013	Leilão é novamente adiado para 12/07/2013;
06/06/2013	FIM CP LS inicia venda de ações emitidas pela CCX;
	Valor Econômico publica notícia com o título "Mercado volta a duvidar de que a CCX feche seu capital" [18] ;
	FIM CP LS termina sua aquisição, terminando a venda de ações emitidas

13/06/2013	FIM CP LS zera sua posição, terminando a venda de ações emitidas pela CCX;
	CCX divulga fato relevante confirmando que a OPA teria continuidade, a pedido da CVM;
18/06/2013	Leilão adiado para 31/07/2013;
	Reunião à noite dos administradores da CCX, quando foi tomada a decisão de cancelamento da OPA, nos termos de fls. 3.;
19/06/2013	Cancelamento da OPA da CCX é anunciado

28. Dessa forma, não há como imputar a motivação inicial da negociação desses papéis ao acesso de informação privilegiada in casu - desistência da OPA - que sequer existia naquele momento, dado que a compra ocorreu após o anúncio da realização da OPA. Ainda mais se levado em consideração o fato de o referido período de compra das ações pelo FIM CP LS é anterior à assinatura de cooperação estratégica entre o Grupo X e o Banco BTG Pactual, que somente ocorreu em 07/03/2013.

29. Novamente, faz-se importante recorrer aos fatos. A tabela 1 de fls. 298, abaixo reproduzida, demonstra que as vendas tidas como atípicas de ações da CCX pelo FIM CP LS, ocorreram, em verdade, entre os dias 06/06/2013 e 13/06/2013, quando o Fundo então “zerou” a sua posição:

Tabela 1: Venda de Ações da CCX pelo FUNDO - Junho 2013

	<i>Quantidade Total Ações Negociadas no Mercado</i>	<i>Quantidade de Ações Vendidas pelo Fundo</i>	<i>Preço</i>	
			<i>Fechamento</i>	<i>Médio</i>
03/06/2013	217.000		3,91	3,96
04/06/2013	163.500		3,88	3,87
05/06/2013	100.200		3,81	3,83
06/06/2013	254.700	71.100	3,79	3,79
07/06/2013	641.300	287.900	3,56	3,62
10/06/2013	284.400		3,51	3,50
11/06/2013	718.300	139.900	3,20	3,32
12/06/2013	3.016.300	982.600	2,45	2,61
13/06/2013	4.510.800	2.999.800	2,86	2,62
14/06/2013	1.082.600		2,82	2,89
17/06/2013	3.177.500		1,85	2,17
18/06/2013	12.001.000		1,40	1,47
19/06/2013	6.534.800		1,28	1,35
20/06/2013	20.464.000		0,80	0,76
21/06/2013	8.835.900		0,83	0,86
24/06/2013	4.501.200		0,83	0,81
25/06/2013	3.056.400		0,93	0,87
26/06/2013	6.152.200		1,10	1,07
27/06/2013	3.825.000		1,05	1,08
28/06/2013	7.491.500		0,91	0,95

30. Naquele momento, desde que a posição em CCX fora montada pelo FIM CP LS, o Acionista Controlador já havia divulgado por meio de fatos relevantes, dentre outras alterações importantes no edital da OPA, três vezes o adiamento da data do leilão. O leilão foi adiado, primeiramente, do dia 3/06/2013 para o dia 25/06/2013. Em seguida, foi adiado para o dia 12/07/2013. Por fim, a terceira alteração da data adiou o

leilão para o dia 31/07/2013. Pode ser concluído que este fato, demonstrando a incerteza quanto ao destino da OPA, naturalmente tenha disseminado uma enorme desconfiança no mercado.

31. Tanto é que a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº187/13 à CCX solicitando manifestação pública a respeito da realização da OPA (fl. 11), razão pela qual no dia 13/06/2013 foi divulgado novo fato relevante confirmando a ocorrência da OPA.

32. Ao que tudo indica, portanto, parece que havia uma evidente probabilidade razoável, de que a ocorrência da OPA sofria alguma resistência que pudesse inclusive culminar no seu cancelamento, falhando a acusação em demonstrar indícios contrários. Por conseguinte, entendo que um investidor qualificado e experiente conseguiria fazer a leitura de mercado que apontasse para uma possível desvalorização dos papéis, ainda mais considerando que, aponta que as notícias sobre as dificuldades financeiras do Grupo EBX naquela altura já tomavam conta do noticiário.

33. Além disso, parece ter sido esse o comportamento adotado pelo mercado, basta conferir a deterioração gradual do valor das ações da CCX neste período apontada pela tabela de fls. 298, sendo que nem o Fato Relevante divulgado no dia 13/06/2013, em que se confirmou a OPA, foi suficiente para reverter o quadro de queda na cotação do seu papel.

34. Apesar da reconhecida desconfiança nutrida pelo mercado, a informação do efetivo cancelamento da OPA não era de domínio público antes da divulgação do fato relevante. Quem tivesse acesso a essa informação sigilosa certamente teria vantagem com relação ao resto do mercado para realizar o desinvestimento no *timing* certo a fim de evitar a realização de um prejuízo.

35. Para tanto, faz-se novamente necessário analisar os fatos que antecederam à divulgação do cancelamento da OPA. A divulgação deste fato relevante em 13/06/2013 coincide justamente com o encerramento da estratégia de *risk arbitrage* pelo FIM CP LS, que nesta data, como se disse, “zerou” a sua posição em ações da CCX. Diante da comunicação feita pelo Acionista Controlador da CCX, é possível concluir que pelo menos até o dia 13/06/2013, a decisão a respeito do cancelamento da OPA ainda não havia sido tomada. Isto é, na data em que o FIM CP LS parou de operar os papéis da CCX, a informação privilegiada sequer existia posto que naquele dia o Acionista Controlador confirmou a realização da OPA.

36. Dessa forma, conclui-se que a decisão sobre o cancelamento da OPA só pode ter sido tomada entre os dias 14/06/2013 e 19/06/2013, isto é, depois da divulgação do fato relevante que confirmou a realização da OPA até o seu efetivo cancelamento. Embora a acusação não aponte a data efetiva da consulta realizada pelo Acionista Controlador aos executivos ligados ao Banco BTG Pactual, tudo indica que esta ocorreu neste período.

37. Ocorre que, neste período, segundo argumentado pela defesa, o FIM CP LS já havia encerrado a sua estratégia com os papéis da CCX, de modo que, quando os executivos do BTG Pactual foram consultados, as provas dos autos parecem demonstrar que não havia mais qualquer conflito de interesse entre eles e a estratégia operada pelo Fundo.

38. Qualquer entendimento contrário teria que ser respaldado no fato da informação privilegiada (cancelamento da OPA) ter sido concebida enquanto o FIM CP LS ainda operava os papéis da Companhia. Isto só poderia ter ocorrido se, em 13/06/2013, o Acionista Controlador tivesse anunciado a confirmação da OPA quando já sabidamente tinha formado a sua convicção de cancelá-la e esta informação não tivesse sido mantida em sigilo. No entanto, não há qualquer prova ou indício nos autos neste sentido.

39. Deve-se, por fim, ainda considerar que, de acordo com a resposta ao Ofício CVM/GMA-1/Nº 044/13, a decisão do Acionista Controlador de desistir da oferta pública de aquisição das ações da Companhia para cancelamento de seu registro, somente foi tomada em reunião mantida no dia 18/07/2013 a noite, da qual participaram profissionais ligados a ele. Na lista de profissionais apresentada, o Acionista Controlador, contudo, não apontou pessoas ligadas ao Banco BTG Pactual.

40. Conforme consta de fl. 6 dos autos, a CCX respondeu ao Ofício/CVM/GMA-1/Nº054/13 informando que: “em virtude da sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre a eventual desistência da OPA. A despeito de tal consulta, tanto o BTG Pactual quanto quaisquer de seus funcionários só tomaram conhecimento da efetiva decisão do Acionista Controlador de desistência da OPA com a publicação do Fato Relevante pertinente.”

41. A acusação então concluiu que esta consulta é prova de que o BTG Pactual detinha informações acerca do assunto que seria divulgado em fato relevante, tendo até o poder de influenciar a

decisão do Acionista Controlador da CCX S.A (fl. 14 dos autos). Em consequência, a acusação entendeu que pela “mente corporativa” o Banco BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA. Por fim, afirma ser desnecessário discutir a segregação das atividades (*chinese wall*), dado que o BTG Pactual era o gestor e único cotista do FIM CP LS.

42. Ocorre que a acusação não logrou em comprovar que o recorrido teve efetivo acesso à informação privilegiada, pilar intransponível para caracterização do ilícito (PAS CVM nº 19/2006). O termo de acusação se limita a expor que executivos do BTG foram consultados sobre um eventual cancelamento de OPA. Contudo, é essencial que a acusação colete evidências fortes e robustas que demonstrem que o agente teve acesso à uma informação concreta, real, e não a apenas um rumor, ainda mais considerando que o mercado já duvidava que a OPA vingaria.

43. Importante destacar que foi pacificado através do PAS CVM nº 13/2000, e este Conselho também entende desta forma, que a acusação é a responsável por demonstrar indícios robustos do acesso a informação que não havia ainda sido divulgada ao mercado. Isto porque o *insider trading* também mitiga a assimetria de informação no mercado financeiro capaz de auferir vantagem para quem tem posse da informação privilegiada: uma vez demonstrado que as ações da CCX estavam em queda desde janeiro e que o próprio mercado estava sinalizando dúvidas em relação à realização da OPA, não há de se falar em ilícito *in casu*.

44. Dessa forma, considerando que o Banco BTG Pactual não era o assessor da Companhia e do Acionista Controlador nesta operação específica, era de suma importância a Acusação ter apurado melhor os fatos relacionados a essa consulta, tais como o seu teor, onde e quando ocorreu, de modo que a Acusação não se baseasse apenas na informação vaga de que o Defendente teria sido consultado sobre “*eventual desistência da OPA*”.

45. Por tudo o que foi dito, portanto, conclui-se que apesar da desconfiança do mercado quanto à realização da OPA, a desistência pelo Acionista Controlador não era de domínio público, muito menos o momento em que seria operada. No entanto, quando o Fundo decidiu desfazer a sua estratégia com os papéis da CCX, pode ser interpretado pelo conjunto lógico-dedutivo que a informação privilegiada ainda sequer tinha sido formada. O Defendente negociou, pela última vez, no dia 13/06/2013, mesmo dia em que a CCX foi ao mercado a pedido da CVM para manifestar-se sobre os rumores de que a OPA seria cancelada, confirmando que a OPA seria realizada.

46. Por esse motivo, ao que tudo indica, não há nos autos indícios robustos e convergentes que apontam que o Fundo operou com base em informação privilegiada acessada pelos funcionários do Banco BTG. Não foi comprovada a falta de motivação econômica (PAS CVM nº RJ2010/4206) para o desfazimento da estratégia adotada, como item fundamental que ateste pela culpabilidade do agente.

47. No entanto, há de se reconhecer que as premissas que levaram a essa conclusão podem não exprimir com precisão os atos que antecederam a divulgação do fato relevante. Por esse motivo, a análise não deve se esgotar aqui. É necessário analisar se há a caracterização do ilícito levando em consideração que a consulta pelo Acionista Controlador a respeito da desistência da OPA foi efetuada enquanto o Fundo ainda operava papéis da CCX.

DO ACESSO À INFORMAÇÃO PELO AGENTE

48. O agente só poderá ser punido caso seja demonstrado que ele teve acesso à informação privilegiada, e que utilizou-se desta para obter vantagem.^[19] A despeito disso, a Acusação limitou-se a apontar que bastaria, para acusar, a informação de que cinco profissionais do Defendente foram informalmente consultados acerca da possível desistência da OPA da CCX. Além disso, nos termos das fls.130, 217 e 218, estes cinco profissionais pertenceriam à área de *investment banking*. Ocorre que não há provas de que estes profissionais, de fato, eram da referida área. A CVM, quanto à esta informação, não averiguou e, conseqüentemente, não comprovou as informações expostas pela Defesa, ora recorrida. Nesse caso, portanto, haveria uma legítima presunção de que a “mente corporativa” do Banco BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA. E mais, segundo a Acusação, sequer haveria a necessidade de se verificar temas relacionados à segregação de atividades (*chinese wall*), uma vez que os investimentos foram realizados pela carteira própria do Defendente.

49. Como já amplamente debatido neste Conselho, cabe ao ente acusador, a Comissão de

Inquérito da CVM, o ônus de comprovar o acesso à informação privilegiada e a sua utilização com objetivo de obter vantagem (artigo 155, §4º da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do art. 13 da ICVM 358/2002)^[20]. Isso porque não se pode presumir que alguém, cujo cargo não possua acesso inerente à informação privilegiada, tenha tido acesso à mesma. Esse entendimento está presente nos Inquéritos Administrativos CVM nº 02/85 e 13/00.^[21]

50. Conforme Maria Thereza Moura, existe um entendimento formado na doutrina de que alguns elementos são condicionantes para se falar na existência de indícios com fins probatórios^[22] (MOURA, 2009, p. 7):

“O elemento fundamental da prova indiciária está na certeza do fato ou circunstância indiciante. É necessário que o fato concreto seja conhecido com segurança. O juiz não pode apoiar-se em dado meramente provável, nem hipotético: a base da argumentação, que é o fato conhecido, deve ser certa.”^[23]

51. Para que haja condenação do agente acusado de ilícito de *insider trading*, os indícios do acesso à informação devem ser certos, e, para tanto, deve existir investigação.^[24] De acordo com entendimento da CVM.^[25]

52. Isso se aplica inclusive à afirmação da acusação de que sequer haveria necessidade de se verificar o funcionamento da *chinese wall*.

53. Em primeiro lugar, a própria CVM impõe a segregação das atividades das administradoras de carteiras de valores mobiliários (leia-se: administrador fiduciário e gestor de recursos), como se depreende da Instrução Normativa nº 306, de 05.05.1999, vigente à época dos fatos ora enfrentados, sendo posteriormente revogada pela Instrução Normativa nº 558 de 26.03.2015, que manteve as mesmas previsões sobre o tema.

54. Dentre os procedimentos operacionais impostos pela autarquia, destacam-se: (i) a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais; (ii) a preservação de informações confidenciais por todos os administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-la indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros; (iii) implantação e manutenção de treinamento para aqueles que tenham acesso a informações confidenciais; (iv) acesso restrito a arquivos, bem como adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e (v) estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários.^[26]

55. Em segundo lugar, no âmbito das instituições financeiras, o Banco Central do Brasil também ressalta a necessidade de segregação da área de administração de recursos das demais atividades desenvolvidas pelos bancos multisserviços, como forma de manter o controle sobre informações privilegiadas, conforme se infere das Resoluções CMN 2.451, de 2.11.1997 e CMN 2.486, de 30.04.1998.

56. Ao exigir a implantação de rígidos mecanismos de controles internos, a Administração Pública reconhece e autoriza a coexistência de diferentes áreas cuja atuação possa ser conflitante. Não há, portanto, como simplesmente desconsiderar a existência da *chinese wall* para fins de imputação de *insider*, na medida em que a presunção adotada pela acusação não seria coerente com o próprio marco normativo sobre esta matéria. Em outras palavras, a existência de *chinese wall* é obrigação expressamente disposta e regulamentada pela CVM, cabendo à acusação em casos de *insider trading* apurar falhas ou mesmo inexistência desse mecanismo.

57. Ademais, o precedente citado pela acusação proferido por este Conselho, Recurso nº 13264 (Processo Administrativo CVM nº RJ-2009-13459) de relatoria do Conselheiro Marcos Davidovich, apesar de invocar o conceito de “mente corporativa”, em momento algum aduz que a verificação do *insider trading* prescinde de investigação quanto à existência de mecanismos efetivos de *compliance*, os quais promovam a segregação das atividades desenvolvidas por instituições financeiras.

58. Pelo contrário, o citado precedente deste Conselho reconhece que a efetiva segregação das atividades é sim meio de prova capaz de afastar o ilícito imputado. E não são poucos os trechos^[27] desse voto que demonstram isso, tanto é que a maior parte da fundamentação do inovador e bem fundamentado voto do Relator Marcos Davidovich é dedicada a demonstrar que “ (...) a segregação apresentada não era efetiva, não havendo elementos mínimos que evidenciem a criação de barreiras físicas e treinamentos

específicos que caracterizem a existência de Chinese Wall entre as sociedades integrantes” daquela instituição financeira condenada^[28].

59. Note-se, portanto, que o referido precedente, ao contrário do sustentado, não se presta a desconsiderar a *chinese wall* enquanto meio de prova para afastar a imputação de que o conhecimento detido por integrantes pertencentes a uma atividade de uma instituição financeira “contamine” automaticamente as demais.

60. Vale notar ainda que o próprio precedente invocado (Recurso nº 13264) sustenta que tanto a SEC – *Securities and Exchange Commission*, quanto a FSA – *Financial Services Authority*, respectivos órgãos reguladores dos Estados Unidos da América e do Reino Unido, reconhecem a *chinese wall* como instrumento de prevenção ao *insider trading*, mesmo em situações em que a instituição financeira realize operações com carteira própria, como o caso presente.

61. Aliás, abre-se um parêntese para registrar que a expressão “*chinese wall*” ou “*firewalls*”, como apontado por Luiz Gastão Paes de Barros Leões^[29], foi utilizada pela primeira vez em 1968, em um processo da Security Exchange Commission (SEC), em que se discutia o uso indevido de informações confidenciais. A SEC firmou termo de compromisso com o Merrill Lynch, admitindo a proposta da empresa de instituir o controle de fluxo de informações através de filtros administrativos internos.^[30]

62. Entretanto, em um primeiro momento, a medida da segregação de atividades era considerada pela SEC como profilática.^[31] A Comissão não conferiu efeito legal à *Chinese Wall*.^[32]

63. Isso mudou com a edição da Regra 14e-3 do Exchange Act em 1980. A prática da segregação se disseminou no mercado americano, e todo o esforço da SEC e também das entidades autorreguladoras foi no sentido de fortalecer e aprimorar a muralha chinesa como uma barreira de bloqueio do trânsito de informações privilegiadas entre os departamentos ou sociedades de um conglomerado financeiro.^[33] Também foram editadas o Insider Trading Sanctions Act (1984), o Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (1988), todos contribuindo para a evolução da *Chinese Wall* como importante mecanismo de controle de fluxo de informações nas entidades com serviços múltiplos.^[34]

64. Ao desconsiderar, contudo, a importância da análise relacionada à segregação de atividades, deixou-se de enfrentar o ponto mais controvertido comumente enfrentado quando se tem acusação de *insider trading* envolvendo instituições multisserviços: a verificação da existência e eventual falha dos mecanismos de controles internos de *compliance* impostos pela regulação do órgão. Neste ponto, ter-se-ia uma excelente oportunidade de se verificar o funcionamento efetivo dessas medidas e eventualmente contribuir para o aprimoramento do instituto da muralha chinesa no âmbito do mercado de capitais brasileiro à luz do caso concreto.

65. A Acusação, por sua vez, se limitou a alegar que cinco profissionais ligados ao Banco BTG Pactual teriam sido consultados sobre “eventual desistência da OPA”, sem averiguar qual o cargo desses profissionais, em que área do banco estavam lotados, como funcionava a segregação física do banco, quando foram consultados pelo Controlador do Grupo EBX, quais mecanismos de controle interno foram acionados pela instituição financeira, os mecanismos de *compliance*, etc.

66. Presumir que a “mente corporativa” do Banco BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA, desconsiderando para tanto a sua verificação, parece ir de encontro com o marco regulatório e a evolução jurisprudencial deste Conselho no tocante à prática de *insider trading* envolvendo instituições financeiras multisserviços. A mente corporativa não se confunde com a escusa de uma profunda investigação e apuração dos casos de *insider trading*.

67. Neste sentido, veja-se que até mesmo em casos de *insider* primário, em que há presunção relativa de culpa, essa presunção pode ser afastada por prova em contrário, conforme precedente do Colegiado da CVM.^[35]

68. Sobre o tema, vale transcrever a análise da Diretora Norma Parente invocada em seu voto nos autos do PAS nº RJ 24/00:

“ A prova indiciária autoriza a condenação desde que haja indícios graves, precisos e concordes. (...) 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. (...) Distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada. (...)”

69. Ora, se se admite prova contrária nos casos de *insiders* primários, em que há presunção de culpa dado o cargo que ocupam no interior da companhia, torna-se possível perceber que também se admite prova em contrário nos casos de *insiders* secundários, em que tal presunção sequer é admitida, não prevalecendo a inversão do ônus da prova para responsabilização das pessoas que se situam no lado externo da companhia.

70. Portanto, a demonstração de mecanismos efetivos de segregação das atividades deve ser considerada como meio de prova para afastar o ilícito de *insider trading*, do mesmo jeito que, as constatações de falhas nesses mesmos mecanismos devem ser vistas como indícios importantes da sua ocorrência.

71. Demonstra-se que os mecanismos de *compliance* do recorrido foram devidamente analisados pela decisão da CVM, conforme se destaca (fls. 300 e 301):

“Inicialmente, observo que no final de fevereiro de 2013, quando, segundo a Defesa, o Defendente iniciava as tratativas de assessoria da área de *investment banking* com o Grupo X (ainda não públicas, naquele momento), o Defendente colocou todas as empresas do grupo, incluindo a CCX na lista de monitoramento cinza (grey list) do Compliance do BANCO (fls. 252-253). No dia 7 de março, com a celebração do Contrato de Assessoria entre o Defendente e o Grupo EBX, as ações deste Grupo foram colocadas na lista restrita e não mais poderiam ser negociadas sem a autorização do Compliance (fls. 254-258) Observo que, de fato, há uma troca de e-mails entre o responsável pelas operações do fundo e o Compliance sobre a operação de risk arbitrage. Nesta troca de e-mails, o Compliance dá o seu “de acordo” para a desmontagem da operação, enfatizando que o FUNDO não poderia tomar posição direcional em nenhum dos papeis (fl. 269). No dia 11/04/2013 – dois meses e meio antes da desistência da OPA da CCX – o operador do FUNDO envia para o Compliance do BANCO a minuta do Edital divulgada em 05/04/2013 informando a mudança dos dias úteis a serem utilizados para o cálculo da relação de trocas de cinco para 30 dias úteis. Ele explica que, para não ter nenhuma posição direcional, seria necessário começar a vender uma das ações do Grupo X que seria oferecida na troca. Sugere, ainda, que a venda para zerar a operação de “Risk Arb com a CCX” seja a OGX, pois esta ação não teria o “limite de 2% do capital para troca de ações na OPA”. No dia seguinte, o Compliance dá o OK na operação (fl. 268).”

72. Tem-se, dessa forma, que a comprovação do acesso à informação privilegiada é fundamental para imputação do *insider trading* secundário, não bastando para tanto a sua alegação. Essa comprovação, conquanto geralmente seja impossível de ser produzida de forma definitiva e irrefutável, em se tratando de *insider trading*, a sua verificação poderá ser realizada, como vem sendo feito, mediante a constatação de indícios precisos e convergentes identificados pelo acusador, que juntos são capazes de culminar na responsabilidade pela prática do ilícito.

73. Essa comprovação, contudo, não foi feita pela Acusação. O que consta dos autos é que o Acionista Controlador consultou alguns funcionários do Defendente sobre a desistência da OPA de fechamento da CCX. Não há, no entanto, qualquer indicativo de que a posse dessa informação pelos citados executivos teria influenciado a estratégia do Fundo: não foi investigada a relação destes funcionários com o agente que deu a ordem.

74. Vale destacar trecho da decisão da CVM que corrobora com a referida conclusão (fl. 300):

“Conforme mencionei acima, não concordo com a Acusação quando esta utiliza o conceito de “mente corporativa” para presumir que o conhecimento por cinco profissionais do BANCO – o qual detém mais de 2.000 colaboradores, dos quais 200 sócios – seja suficiente para caracterizar o conhecimento por todo o BANCO da

mesma informação.”

75. Deve ser considerado o fato de que a negociação ocorreu para a carteira própria e que o Banco BTG Pactual tinha um contrato de assessoria com o Grupo EBX, uma negociação tal como a que ocorreu chama a atenção e deve ser investigada pela CVM.

76. Contudo, ao presumir a desnecessidade de investigação sobre a segregação das atividades do Banco pela teoria da mente corporativa, partiu-se da premissa que os cinco funcionários estavam segregados do agente que deu a ordem de desinvestimento. Ocorre que não há nos autos qualquer informação sobre o cargo que estes funcionários ocupavam, sua área de atuação, do espaço físico que trabalhavam, etc. Deveria ser melhor apurado essa relação, por meio de tomada de esclarecimentos, emissão de ofícios, e outros meios de investigação que dessem solidez ao caso. O que consta dos autos a respeito da segregação de atividades se limita ao que a defesa expõe em suas peças, afirmações estas que não foram apuradas pela CVM.

77. Portanto, além de não ter sido investigado se os funcionários que foram consultados eram de área diferente do agente que deu a ordem, não foi explorado o conjunto de sete requisitos que este Conselho espera de uma efetiva segregação de atividades^[36]: (i) ampla divulgação da política de divulgação de informações que preveja restrições à circulação de informações; (ii) adotar programas contínuos de treinamento a respeito da referida política; (iii) ter procedimentos de restrição de acesso aos documentos; (iv) ser transparente a respeito da existência de segregação, inclusive com os clientes; (v) evitar o *wall crossing*; (vi) adotar segregação física de departamentos; (vii) adotar procedimentos claros em caso de comunicação accidental de informação relevante.

78. A efetiva condenação em processo administrativo sancionador do ilícito de *insider trading* exige uma ampla, profunda e detalhada investigação, que revele indícios fortes, robustos e convergentes que permitam formar um quadro de segurança compatível com o almejado pela verdade real, fundamentando uma condenação, não podendo o ilícito ser comprovado somente por mera presunção consubstanciada na aplicação da teoria da mente corporativa. Ademais, a comprovação da implantação de sistema robusto de segregação de atividades em bancos multisserviços, também denominada como "chinese wall", por ser imposta pelos órgãos reguladores e entidades autorreguladoras como barreira ao trânsito de informações privilegiadas entre os departamentos ou sociedades de um conglomerado financeiro, autoriza o funcionamento destas instituições e é admitida como contra indício apto a afastar a prova indiciária.

79. Diante do exposto entendo que: (i) ficou demonstrado que as operações envolvendo as ações da CCX eram parte de uma operação de arbitragem sem apostas direcionais, adotada pelos gestores do Fundo antes da aproximação profissional entre o Acionista Controlador e o Defendente; (ii) o Fundo operou o desfazimento da estratégia entre os dias 06/06/2013 e 13/06/2013, data em que a OPA foi confirmada através de fato relevante, razão pela qual, ao que tudo indica, a informação privilegiada sequer havia sido concebida; (iii) não ficou demonstrado o acesso à informação privilegiada; e (iv) não foi provado, ainda que de por indícios, falhas na *chinese wall* do Banco BTG Pactual.

80. Pelo exposto, voto pelo CONHECIMENTO e DESPROVIMENTO do Recurso de Ofício.

É o voto.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo – Conselheiro Relator.

^[1] A referida reforma teve como objetivo principal fortalecer o mercado, por meio de normas que aumentassem a credibilidade e confiança dos investidores, sem os quais esse mercado sequer existiria. Na mesma oportunidade, foram incluídos na Lei 6.385/76 os artigos. 9º ao 11, concedendo à Comissão de Valores Mobiliários o poder e dever de apurar e aplicar penalidades às infrações cometidas no mercado de capitais.

^[2] De acordo com Norma Jonssen Parente, entende-se por “informação relevante” (*material information*), as informações “referentes a fatos, ocorridos nos negócios da companhia, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão. (PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “insider trading”. Rio de Janeiro: Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p. 3. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/sobre.html. Acesso em: 07/07/2018.)

^[3] Neste sentido, essencial analisar o sistema de auto-regulação do mercado presente no cenário norte-americano. Também afirmam Marcelo Trindade e Aline Santos, que “embora a maioria das bolsas tenha surgido e se desenvolvido como associações voluntárias entre corretores, a partir de 1934 elas passaram a ser tuteladas pelo Estado, tendo sido alçadas, pelo Exchange Act, à condição de entidades auto-reguladoras, em um mecanismo de auto-regulação de base legal.” (TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Auto-regulação no Brasil e a crise internacional, 2009.)

Do Securities Exchange Act criou-se a SEC: “agência governamental, reguladora, independente, bipartidária e quase judicial, pois decidiria sobre seus processos administrativos, estabelecendo a legislação para regular o mercado e as regras para fazer o cumprimento desta legislação.” A SEC passou a atuar com a principal preocupação de “promover o processo de divulgação de informações (disclosure), especialmente nas emissões de ações e regular de maneira substantiva a conduta dos participantes do mercado, via supervisão das auto-reguladoras ou diretamente”. Ademais, a partir de estudos realizados pelo Congresso norte-americano, identificou-se os princípios básicos da auto-regulação no mercado norte-americano, sendo estes: “(1) O congresso delega à SEC poderes necessários para tornar efetivas as leis federais sobre títulos. Isto requer desta comissão uma atuação direta em muitas áreas; (2) As entidades auto-reguladoras mantêm grande parte da responsabilidade de regulação, sendo autorizadas a estabelecer padrões de conduta para a atuação de seus membros; (3) Foram atribuídos às entidades auto-reguladoras poderes governamentais, que devem ser exercidos visando o interesse público e a proteção aos investidores; (4) A SEC possui competência para supervisão efetivamente a atuação das entidades auto-reguladoras, na defesa do interesse público;” Esta estrutura de regulação do mercado norte-americano acabou por inspirar o sistema brasileiro de regulação e auto-regulação conferido às bolsas de valores. Ocorre que, mesmo que haja certa “inspiração”, não se pode importar aspectos do sistema norte-americano de forma ilimitada, uma vez que as diferenças entre o sistema brasileiro e o norte-americano são significativas. (AGRIZZI, Dila. Op. cit. p. 29-31).

Em se tratando da legislação vigente no ordenamento brasileiro sobre o assunto, deve-se atentar para o art. 17 da Lei nº 6.385/76. Na mencionada Lei, há disposição de que bolsas, na condição de órgãos auxiliares da CVM, deverão fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. Esta competência conferida às bolsas está sujeita à supervisão da CVM. Trata-se, assim, de um modelo de dupla fiscalização que dita a regulação e a fiscalização das operações do mercado financeiro e das corretoras. Neste sentido, portanto, em paralelo à posição regulatória estatal (CVM, Banco Central, Conselho Monetário), constata-se a posição auto-regulatória desempenhada pelas Bolsas, que surgem: por exigência legal e de forma voluntária.

[4] AGRIZZI, Dila. 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

[5] PITT; GROSKAUFMANIS. *Minimizing Corporate Civil and Criminal Liability: a second look at corporate codes of conduct*. 78 Geo. LJ, 1990, p. 1559, 1561.

[6] Ferrara, Ralph, C. *Ferrara on Insider Trading and The Wall*. New York, Law Journal Press, 1996, §9.01.

[7] Art. 239, Código de Processo Penal: “Art. 239. 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.”

[8] NUCCI, Guilherme de Souza. *Código de Processo Penal comentado*. 16.ed. p. 632. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

[9] MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. A prova por indícios no processo penal. Reimpressão. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2009.

[10] Conforme será analisado abaixo, não será necessário esclarecer se o caso presente é de acusação de *insider* primário ou secundário. Essa distinção seria relevante na medida em que importantes efeitos práticos poderiam ser atribuídos a cada um deles no tocante à presunção de conhecimento da informação privilegiada. A depender da classificação adotada, a distribuição do ônus da prova recairia sobre o ente acusador ou à defesa, nos termos do art. 13 da ICVM 358. Isso porque, nos casos de *insiders* primários, vigora a presunção relativa de que estes efetivamente detinham acesso à informação privilegiada, em razão do seu acesso direto. Essa presunção, contudo, pode ser afastada se o agente provar que: (i) a informação privilegiada não existia; (ii) não teve acesso à informação privilegiada ou (iii) que a transação ocorreu sem intenção de obter vantagem indevida. Por outro lado, nos casos de *insider* secundário não é possível presumir a culpa do agente, cabendo ao ente acusador, a Comissão de Inquérito da CVM, o ônus de comprovar o acesso à informação privilegiada e a sua utilização com objetivo de obter vantagem (artigo 155, §4º da Lei nº 6.404/76). Conforme leciona Amanda Dias: “A distinção entre o *insider* primário e o secundário é de suma importância, pois na primeira hipótese estamos tratando de agentes possuidores de deveres de ética e lealdade perante a companhia e, ainda, de pessoas em condições completamente distintas no que se refere à acessibilidade aos fatos e atos da companhia, restando inviável que as duas situações recebam o mesmo tratamento jurídico.” (DIAS, Amanda. Questões Atuais envolvendo Insider Trading. *Revistas de Direito Bancário e de Mercado de Capitais*. Vol. 45, p.5.)

[11] Os *insiders* primários, como se sabe, são aqueles indivíduos que se situam no interior das companhias, tais como os membros dos seus órgãos de administração, bem como seus acionistas controladores e pessoas a eles subordinados. Já os *insiders* secundários, embora externos às companhias, tomam ciência de informações exclusivas e privilegiadas pelo exercício de atos profissionais, isto é, auditores, advogados, consultores financeiros etc. “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 temporária, que lhes permita o acesso a uma informação privilegiada. (...) os ‘*insiders* secundários’, ‘*insiders* de mercado’ ou ‘*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”. PASCHOALINI, Ana Paula, et al. *Utilização de informação privilegiada*. In: *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4/2014, p. 159 - 183, 2014, p. 165.

[12] Nos casos de *insider* primário, em razão da posição que figura na companhia, há presunção relativa de culpa do agente, implicando o descumprimento dos seus deveres funcionais de diligência e lealdade na sua responsabilidade, nos termos do artigo 155, §1º da Lei nº 6.404/76. Essa presunção, contudo, é *iuris tantum*, ou seja, pode ser vencida por prova em contrário. “A posse da informação privilegiada e a culpa são presumidas pela regulamentação.” *Ibidem*.

[13] No caso presente, não obstante a Comissão de Valores Mobiliários não ter realizado tal diferenciação, pode ser inferido que a acusação poderia ser classificada como de *insider* secundário, na medida em que o Banco BTG Pactual teria se beneficiado da sua posição de assessor financeiro da EBX para proteger operações efetuadas por um Fundo próprio com papéis da CCX, controlada pela EBX. Demonstrou-se nos autos que o assessor financeiro direto da CCX na operação específica foram a XP Investimentos e o Banco Brasil Plural e, conforme descrito no termos de acusação de fls. 03/15.

No que tange ao *insider* secundário, por outro lado, não é possível presumir a culpa do agente, cabendo ao ente acusador, a Comissão de Inquérito da CVM, o ônus de comprovar o acesso à informação privilegiada e a sua utilização com objetivo de

obter vantagem (artigo 155, §4º da Lei nº 6.404/76). "Essa segunda categoria de insider só poderá ser punida administrativamente pela CVM se restar demonstrado que o agente teve acesso e utilizou informações que sabia ser privilegiada com a finalidade de auferir vantagem." Ibidem.

"O insider secundário ocorre quando um terceiro, alheio ao funcionamento interno da companhia, obtém informações através de alguém que a estas possui acesso em função de sua posição na empresa e divulga tais informações, que deveriam permanecer em sigilo, para obter vantagens ilícitas." DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo o insider trading. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 45, p. 121-137, 2009, p. 125.

[14] Recurso CRSFN nº 13.434; nº 13.433.

[15] Recurso 9.703, relatado pela Conselheira Rita Maria Scarponi, julgado em 15 de abril de 2009; Recurso 12.358, relatado pelo Conselheiro Marcos Martins Davidovich, julgado em 26 de fevereiro de 2013; Recurso 13.433, relatado pelo Conselheiro Carlos Portugal Gouvêa, julgado em 26 de abril de 2014; Recurso 13.454, relatado pelo Conselheiro Carlos Portugal Gouvêa, julgado em 25 de julho de 2017.

[16] Segundo Nelson Eizirik, foi a partir de decisões dos tribunais norte-americanos que se estabeleceu o referido teste - o qual toma como base o juízo de probabilidade e magnitude. Isto quer dizer, ainda conforme o mencionado jurista, que deve-se considerar 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. Lei das S/A comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 374. v. 2.)

[17] "Risk arbitrage, em uma fusão stock-for-stock, envolve a compra de ações de uma "empresa-alvo" e a venda a descoberto (short selling) de ações da adquirente. Essa estratégia de investimento será lucrativa se o negócio for consumado; do contrário, o investidor perderá dinheiro. Assim, em transações de fusões e aquisições, considera-se sempre haver um risco de transação envolvido nestas operações. O negócio pode acabar não indo adiante por diversas razões: desafios regulatórios, questões geopolíticas, desenvolvimento econômico, rejeição da oferta pela empresa-alvo ou, até mesmo, recebimento de contra-ofertas de outros licitantes. Por este motivo, o preço da ação poderá ficar abaixo do preço de oferta. Quanto mais próximo do preço de oferta, maior a probabilidade de o negócio passar e menor o risco deste. Por outro lado, há a possibilidade de o preço de negociação disparar acima do preço de oferta. Isto ocorre quando há vários adquirentes interessados e há uma grande probabilidade de que outros interessados possam fazer um lance maior. Ocorre que, ainda assim, é provável que o preço se estabilize em um nível menor em relação ao lance final mais alto. Em uma oferta de ações, em que uma proporção fixa das ações do adquirente é oferecida em troca de ações em circulação da meta, não há dúvida de que a arbitragem de risco estaria em ação." Tradução livre. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/r/riskarbitrage.asp>. Acesso em: 11/07/2018..

[18] "O mercado deixou claro ontem que duvida que Eike Batista levará adiante o fechamento de capital da CCX Carvão da Colômbia. A percepção negativa em relação à operação sempre existiu, uma vez que as ações da empresa, desde o anúncio da operação em janeiro, estão negociadas na bolsa abaixo do valor da oferta de Batista para os papéis, a R\$ 4,31. A CCX caiu ontem 23,44%, para R\$ 2,45. O volume foi muito elevado, de R\$ 7,9 milhões, ante uma média diária neste ano de R\$ 788 mil. Entre os rumores, havia a informação de que um investidor, descrente da oferta, desmontava uma posição comprada. A CCX não deu entrevista.

Para preservar recursos, Batista ofereceu para fechar o capital da empresa ações de outras cinco listadas: MMX, LLX, OSX, OGX e MPX. A quantidade de ações oferecidas por Batista está limitada a 2% do capital de cada companhia, à exceção da OGX. Os papéis da petroleira serão utilizados para completar os pedidos de investidores no caso de um rateio.

Se os investidores apresentarem demanda superior a 2% do capital de alguma das empresas do grupo, essa demanda será rateada proporcionalmente entre os acionistas da CCX e o valor remanescente será completado com a entrega de papéis da OGX.

A petroleira foi escolhida para esse papel por ser a empresa mais líquida e maior valor de mercado do grupo, na época em que a oferta foi lançada. Como a oferta é de permuta para outras empresas, à medida que as ações X caem, na visão do mercado o risco de a oferta ser cancelada aumenta significativamente, uma vez que Batista terá que abrir mão de um número maior de papéis. A ação que mais influencia no risco da oferta é OGX, pois é o ativo que representará a maior parcela da oferta e que não tem um limite.

Com base nos preços atuais, para concretizar o fechamento de capital, Batista teria que entregar 3,64% da OGX. As ações da petroleira responderão por 45,87% da oferta de fechamento de capital da CCX. O percentual, comenta um operador, não seria assim tão significativo, uma vez que Batista vendeu na bolsa em maio, 2,17% da OGX e ainda tem quase 60% da empresa. Existe ainda no mercado uma dúvida se os acionistas de CCX querem receber as ações de OGX. Na oferta, eles terão a opção de recusar os papéis da petroleira se houver rateio. Quem fizer essa escolha terá que informar se deseja continuar com ações da CCX ou votar o cancelamento de registro da companhia. Há quem aposte que boa parte dos acionistas deverá pedir diretamente ações da OGX, para não ser surpreendido em um eventual rateio e receber uma quantidade muito expressiva de ações da petroleira. Como essas ações são de fato as mais líquidas, o passo seguinte seria vendê-las no mercado. Quem não duvida de que a operação será levada adiante lembra que o maior acionista individual da CCX hoje é o BNDES, com 11,72% - o banco teria interesse em se desfazer do investimento." RAGAZZI, Ana Paula. Mercado volta a duvidar de que a CCX feche seu capital. Valor econômico, 13/06/2013. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3159534/mercado-volta-duvidar-de-que-ccx-feche-seu-capital>. Acesso em 12/07/2018.

[19] Novamente, não ficou provado que houve acesso a informação privilegiada. Caso se conclui-se tratar do chamado *insider trading* secundário, ou de mercado, não seria possível presumir a ciência da informação privilegiada." Essa segunda categoria de insider só poderá ser punida administrativamente pela CVM se restar demonstrado que o agente teve acesso e utilizou informações que sabia ser privilegiada com a finalidade de auferir vantagem." PASCHOALINI, Ana Paula, et al. Utilização de informação privilegiada. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 4/2014, p. 159 - 183, 2014, p. 165.

[20] "(...) vem sendo firmado o entendimento de que a existência de meros indícios não é suficiente para a configuração do ilícito ora analisado, cabendo à CVM, como pressuposto para a condenação, provar cabalmente que houve o acesso à informação privilegiada por parte do acusado. Nesses casos o ônus da prova é do órgão regulador porque não se pode presumir que um mero investidor tenha tido acesso a informações restritas à companhia, ao contrário de administradores, diretores, controladores e outras pessoas cujo acesso às informações seja inerente ao exercício da profissão." DIAS, Amanda Tayar

Duarte. Questões atuais envolvendo o insider trading. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 45, p. 121-137, 2009, p. 126.

[21] “Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-ia presumir — presunção juris tantum — que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis.

Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que ‘tratando-se de um ‘insider de mercado’, ou ‘tippee’, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação.’” Marcelo F. Trindade, Inquérito Administrativo CVM nº 13/00.

“Tratando-se o insider de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção juris tantum de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de insider de mercado, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante”. EIZIRIK, Nelson. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. RDM 50/42, ano XXII. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 53.

[22] LOPES JUNIOR, Aury. Direito processual penal. São Paulo, Saraiva, 2017, p. 335.

[23] MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. A prova por indícios no processo penal. Rio de Janeiro, Editora Lumen Juris, 2009, p. 7.

[24] Conforme Aury Lopes Jr., é importante distinguir os atos de investigação dos atos verdadeiramente de prova, sendo os primeiros aqueles que não se referem a uma afirmação, mas a uma hipótese. LOPES JUNIOR, Aury. Direito processual penal. São Paulo, Saraiva, 2017.

[25] Ainda sobre insider secundário “(...) nos casos que referem a *tippees*, há necessidade de prova efetiva do acesso à informação ou de obtenção de vantagem por esse terceiro, e de que ele tenha tido participação consciente na prática do ilícito (...). Tal prova pode ser feita a partir de um conjunto robusto de indícios consistentes e convergentes (...)” PASCHOALINI, Ana Paula, et al. Utilização de informação privilegiada. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 4/2014, p. 159 - 183, 2014, p. 175. Vide Inquéritos Administrativos CVM nº 14/88, 04/85, 22/94, 08/01, 24/00, 13/05, 10/08, 19/09 e 13/09.

[26] (...). Em especial, algumas características devem estar presentes para caracterização da Chinese Wall, quais sejam:

Declaração da política de divulgação de informações: (...);

Programas de treinamento: (...);

Restrição de acesso a documentos: (...);

Transparência quanto à existência de segregação: (...);

Transferência de pessoas: (...);

Separação física: (...);

Procedimentos claros em caso de comunicação acidental de informação relevante: (...)” DAVIDOVICH, Marcos. *A Grande Muralha e o conflito de interesses na Common Law*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, n. 61, p. 15-41, 2013, p. 35-36.

[27] Pode-se mencionar os parágrafos 14, 15 (fl. 235), 35, (fl. 240), 41 (fl. 241) e 45 (fl. 243) do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/13459. Relator: Marcos Davidovich. Rio de Janeiro, 04/11/2013.

[28] Idem, fl. 247.

[29] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do *Chinese Wall* e a repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 47, p. 227-245, jan./mar. 2010.

[30] “The SEC brought an administrative action against Merrill Lynch for violation of Rule 10b-5. Merrill Lynch settled the case with the SEC without admitting the allegations by agreeing to implement a system of procedures designed to protect against the disclosure of confidential information to clients. These procedures, now known as Chinese Wall, included a written policy statement prohibiting members of its underwriting department from disclosing material, nonpublic information learned in the course of business to those outside the department”. Ferrara, Ralph, C. Ferrara on Insider Trading and The Wall. New York, Law Journal Press, 1996, § 9.2[1]

[31] POSER, Norman. *Chinese Wall or Emperor's New Clothes?* - Regulation Conflicts in Interest of Securities Firms in the US and the UK. 9 Mich. YBI Legal Stud. 91 (1988), p. 106.

[32] Ferrara, Ralph, C. Ferrara on Insider Trading and The Wall. New York, Law Journal Press, 1996, § 9.2[2]

[33] “Com efeito, recentes decisões proferidas no âmbito da CVM e do CRSFN têm tratado de sua importância (...). Situações que envolvem eventual utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado ou mesmo quebra do dever de fidelidade da corretora em face de seus clientes têm surgido com grande força, situações essas que poderiam ser minimizadas com a utilização eficaz dos instrumentos de segregação disponíveis.” DAVIDOVICH, Marcos. *A Grande Muralha e o conflito de interesses na Common Law*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, n. 61, p. 15-41, 2013, p. 35.

[34] “Foi somente em 1980, por meio da adoção da Rule 14e-3 do Exchange Act que passou a SEC a admitir, sob condições bastante restritas, a demonstração da efetiva segregação como defesa para casos de insider trading. Nesse sentido, para que fosse admitida a defesa, passou-se a exigir a adoção de diversas medidas para caracterização da segregação (...) ressaltou a SEC que estariam vedadas operações em carteira própria com ações das quais a instituição possuía informação material não divulgada, ainda que demonstrasse a existência de efetiva segregação entre as áreas.” Ibidem, p. 23.

[35] Inquérito Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/2000, caso Ambev/Brahma, julgado em 17 abr. 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

[36] Acórdão 11.150/2013 do Recurso 13.264.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 01/10/2018, às 12:13, conforme horário oficial de



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador 0148426 e o código CRC 2EC0EBA0.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14088

Processo 10372.000460/2016-39

Processo na primeira instância CVM RJ2013/11654

Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Ementa: RECURSO DE OFÍCIO. Uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores. Recurso de Ofício conhecido e provido.

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com vistas à apuração de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

PROFICIÊNCIA DA EQUIPE TÉCNICA DA CVM

2. Inicialmente, gostaria de registrar que em notícia veiculada no dia 03/11/2014, intitulada "*Uso de informação privilegiada leva CVM a criar força-tarefa*", a atuação da equipe técnica da CVM foi criticada severamente por ter instaurado Termo de Acusação neste caso.

3. A respeito, observo que os autos trazem elementos de elevada suspeição quanto à realização das operações, indicando que estas negociações podem ter sido realizadas em situação de assimetria de informações entre as partes. Dessa forma, vejo a atuação da equipe técnica da CVM com elevada consideração, pois, como guardiões de um mercado de capitais seguro, estável, simétrico e transparente, atuaram com conhecida competência e trouxeram a lume situações a serem analisadas com cuidado e, caso consideradas irregulares, punidas com a devida proporcionalidade pelo Órgão Público. Ressalto que mesmo o alegado erro de datas citado na notícia não se trata de erro, como comentarei adiante.

4. Assim, independentemente do desfecho deste caso, registro que vejo na atuação dos inspetores da CVM o que de melhor se pode esperar de servidores públicos que, frente à suspeita de irregularidades, não se quedam inertes ou se omitem de suas responsabilidades.

5. Nestes servidores identifico as "sentinelas do bem" citadas nas palavras de Dom Antonio Augusto Dias Duarte:

CUSTOS, QUID DE NOCTE? *(Sentinela, o que acontece durante a noite?)*

O sentinela é um vigilante atento, que percebe os movimentos mais perigosos e avisa imediatamente àquelas pessoas que devem intervir na defesa das demais, especialmente das pessoas mais frágeis. ... Onde estão, ..., os corajosos e atentos sentinelas do bem?

ANÁLISE DOS FATOS

6. Vale esclarecer, preliminarmente, meu entendimento de que não procede o argumento de erro nas datas da acusação, tendo em vista que as operações de venda de CCX ocorreram de 06 a 13/06/2013, enquanto a acusação aponta irregularidades no período de 11 a 19/06/2013. A explicação é simples: (i) a Acusação reporta que o Relatório de 11 a 19/06/2013 aponta comportamento atípico de negociações e cotações da CCXC3, fato comprovado pelo gráfico à fl. 2; (ii) a maior quantidade de operações irregulares se deu no período entre 11 e 13/06/2013 (cerca de 90% das operações de venda de CCXC3), que está compreendido no período de 11 a 19/06/2013; (iii) para fins de cálculo dos benefícios auferidos (na Acusação) somente foram consideradas as operações entre 11 e 13/06/2013, ou seja, entre 11 e 19/03/2013, uma vez que não há operações (de venda de CCXC3) do Recorrido após 13/06/2013.

7. Quanto ao mérito, acompanho integralmente o posicionamento defendido pela PGFN no bem elaborado PARECER/PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN N° 069/2018, de 29/08/2018, que esclarece a situação, pois, entre outras análises: (i) aponta detalhadamente os elementos necessários para caracterização da imputação de *insider trading*; (ii) descreve e fundamenta a “intensa” relação entre o Grupo EBX e o Banco BTG Pactual, inclusive com a existência de acordo de cooperação estratégica envolvendo assessoria financeira; (iii) evidencia que a atuação da área de *Compliance* da empresa não foi no sentido de autorizar a operação de desmonte, como afirmado no inciso III do item 30 Voto da Decisão da CVM; (iv) traz elementos quanto ao “timing” das operações de venda das ações CCX, apontando situações de suspeição.

8. Assim, incorporo a íntegra do Parecer PGFN a este Voto, nos termos do § 1º do art. 50 da Lei nº 9.874/99, e transcrevo os seguintes trechos do documento, que considero mais relevantes:

3 *Para a caracterização da infração administrativa de insider trading, o CRSFN tem usualmente adotado 5 (cinco) elementos para a configuração da infração: (a) a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; (b) o acesso a esta informação; (c) a ciência de que tal informação ainda não é pública; (d) sua utilização na negociação de valores mobiliários; e (e) a finalidade de auferimento de lucro por si, ou por outrem.*

4 *Conforme pacífico na doutrina e na jurisprudência administrativa, o insider trading é comprovado pela conjunção de elementos indiciários convergentes, que conduzam à formação de quadro típico de atuação contrária à igualdade de armas dos agentes de mercado.*

5 *No presente caso, é plenamente possível capturar nos autos fatos indicativos de uso de informação privilegiada, não divulgada ao público, em detrimento do mercado acionário. Para este fim, esta manifestação tomará de empréstimo passagens dos acórdãos proferidos nos **Recursos nºs 13.264 e 13.433**, por serem importantes precedentes deste Conselho.*

6 *No em pauta, a hipótese jurídica é a do denominado insider trading secundário. No **Recurso nº 13.433**, Relatoria do Conselheiro **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa**, o CRSFN firmou a seguinte definição:*

“Já no caso do insider trading secundário, tal qual este Recurso, a infração é cometida por terceiros, que ‘embora localizados no lado ‘de fora’ da companhia, por força da profissão que exercem, realizam estes atos diretamente vinculadas à sociedade, tomando ciência de informações privadas da companhia, posto que mantêm também com esta relações de confiança”^[1], ou que por qualquer outro motivo tenham tido acesso a essa informação relevante, sabendo de seu caráter sigiloso. Este último caso é previsto no Art. 155, §4º da Lei 6.404/76 e o Art. 13, §1º da Instrução CVM nº 358/2002.”

7 *Passando diretamente para os aspectos relevantes à caracterização do uso de informação privilegiada, emerge irrefutável do contexto probatório a **(I) a existência de informação relevante na época dos fatos.***

8 *No **Recurso 13.433**, paradigma que ora copio, o CRSFN adotou a seguinte fundamentação:*

10 Tendo isso em vista, analisando o caso a partir de tais critérios, primeiramente, temos provada nos autos de maneira incontestada a existência de informação privilegiada na época dos fatos. De maio de 2009 até o dia 25 de novembro do mesmo ano, estavam em curso as negociações privadas e sigilosas para aquisição de controle do Banco Panamericano pela Caixa Econômica Federal.

11 Como define o Art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002, informação relevante é qualquer ato ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários da companhia aberta ou a ele referenciados, na decisão dos investidores de comprar, vender e manter seus valores mobiliários e de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. O exemplo clássico deste tipo de informação é justamente a alienação do controle da companhia, como no presente caso. Portanto, tem-se verificada a existência da informação relevante ainda não divulgada ao público.

12 O “teste de materialidade” utilizado pelo Conselheiro Marcos Martins Davidovich^[2] mostra-se bastante útil para formarmos nossa convicção quanto à existência de informação relevante no período apurado. Segundo o Conselheiro, para verificação da materialidade do fato, as provas dos autos devem indicar que na data das aquisições (a) havia alta probabilidade de concretização da operação envolvida e, (b) quanto à magnitude, a operação seria potencialmente relevante não só para a companhia, mas também para o mercado podendo influenciar a decisão de investimento dos investidores. Constatamos que o Recorrente, seja diretamente, seja por meio da carteira de sua companheira, à medida que a probabilidade de concretização da operação aumentou, adquiriu lotes maiores de ações. Além disso, tal operação guardava grande probabilidade de surtir grandes efeitos na cotação das ações emitidas pelo Banco Panamericano.

9 As decisões de abrir o capital de uma companhia fechada e, reversamente, de fechar o capital de uma companhia aberta são as mais importantes para uma companhia e podem ser, grosso modo, comparadas ao nascimento e à morte de uma companhia para o mercado acionário. Dúvidas não podem restar de que a **OPA da CCX** era uma **informação relevantíssima** ainda não divulgada ao mercado, no período em investigação nestes autos, com enorme probabilidade de surtir grandes efeitos na cotação das ações da CCX. Logo, plenamente caracterizada este requisito.

10 O segundo critério a ser perquirido está relacionado ao **(II) acesso a esta informação relevante**. Na maioria dos casos, como no próprio **Recurso 13.433**, este elemento – **o acesso** – é muito difícil de ser obtido, tanto que é comum lançar-se mão das provas indiciárias, diante da falta de substratos concretos. Mas tal complexidade não se verifica neste processo.

11 Quando questionada pela CVM a respeito das pessoas físicas e jurídicas que tiveram ciência da intenção de cancelamento da OPA, a direção da CCX omitiu em sua resposta à CVM que revelara seu desiderato a consultores do Banco BTG Pactual. Desmascarada a omissão por noticiário da mídia (jornais “O Globo” e “Valor Econômico”), a CVM inquiriu a direção da CCX sobre a revelação desta informação para o Banco BTG. Sem poder evadir-se novamente, a direção da CCX respondeu assim:

b) “Como informado pelo Acionista Controlador, **em virtude da sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA**. A despeito de tal consulta, tanto o BTG Pactual quanto quaisquer de seus funcionários só tomaram conhecimento da efetiva decisão do Acionista Controlador de desistência da OPA com a publicação do Fato Relevante pertinente.”

12 O que emergiu de concreto e palpável neste informe foi a revelação de o Grupo EBX tratou diretamente com os profissionais do BTG Pactual a respeito da desistência da OPA da CCX porque havia entre eles, Grupo EBX e Banco BTG Pactual, uma **intensa** relação comercial (adjetivo incomum em documentos formais). A ressalva lançada pelo Grupo EBX de que o Banco BTG não tivera “conhecimento da efetiva decisão” previamente à divulgação do Fato Relevante é desprovida de qualquer valor diante deste cenário e se trata de mera formalidade, cujo intuito evidente é o de não ser arrolada como partícipe de uma gravíssima infração administrativa. Não se deve esperar uma confissão para se concluir pelo uso de informação privilegiada.

13 Havia, inegavelmente, uma relação **intensa** entre o Grupo EBX e o Banco BTG Pactual, concretizada em um **acordo de cooperação estratégica envolvendo assessoria financeira, linhas de crédito e futuros investimentos de longo prazo para projetos**, durante **o período** em que se desenrolaram os anúncios da OPA da CCX e a posterior desistência do fechamento de capital – **primeiro semestre de 2013**. A relação estreita e intensa entre essas duas partes, aliada à tentativa da CCX de esconder da CVM que efetivamente consultava o Banco BTG Pactual antes de tomar decisões relevantes, lançam as atípicas operações acionárias do Banco BTG no campo do ilícito administrativo.

14 Com relação ao terceiro elemento comumente usado para a caracterização de insider, **(III) a ciência de que tal informação ainda não era pública**, está absolutamente claro que as negociações atípicas com os papéis da CCX ocorreram antes da divulgação do Fato Relevante. A tratativa entre a cúpula do Grupo EBX e profissionais do Banco BTG, chamada de “consulta”, também ocorreu antes do Fato Relevante que anunciou o cancelamento da OPA da CCX. Diante da manobra escusa do Grupo EBX de omitir suas tratativas precedentes com o BTG a respeito da desistência da OPA, um manto escuro encobre a idoneidade de todas as alegações da ambos os interessados na ocultação do vazamento da informação – EBX e BTG.

15 Inescapável, pois, que as operações atípicas com ações da CCX tiveram curso antes da divulgação da informação relevante ao mercado acionário, evidentemente quando não era de conhecimento geral, de modo que resta preenchida a terceira condicionante.

16 Agora adentra-se no principal elemento caracterizador da infração administrativa: **(IV) sua utilização na negociação de valores mobiliários**. Neste ponto, é dever analisar o timing da operação, os seus fundamentos econômicos e, concomitantemente, se existia dentro do BTG a implementação da Chinese Wall, que deveria ser diligentemente acompanhada pelo setor de Compliance do Recorrido.

17 Novamente invoco a orientação do CRSFN no **Recurso 13.433** a respeito:

“ 2 3 Como afirmado anteriormente, a prova indiciária é composta pelo conjunto harmônico e convergente de indícios. Por isso, se por um lado um único indício não é suficiente para condenar o Recorrente, por outro, a falta de alguns dos indícios usualmente adotados pela CVM e por este CRSFN não é capaz de afastar automaticamente sua condenação. Portanto, vale passarmos à análise de outros indícios envolvendo a aquisição das ações pelo Recorrente, tais como: (i) momento (timing) das aquisições de valores mobiliários; (ii) padrão de negociação e o perfil do investidor; e (iii) existência de justificativa econômica para a realização da operação.”

18 A respeito do **momento (timing) das vendas das ações da CCX, do padrão de negociação pelo investidor BTG, e da existência de justificativa econômica** para a realização da operação, a douta Defesa do Recorrido sustentou, às fls. 141/142, que a **decisão de desinvestir** na operação da OPA (CCX/OGX), em razão dos sucessivos adiamentos propostos pelo Acionista Controlador (Grupo EBX), **foi tomada no dia 24.05.2013** e que a **falta de liquidez** retardou a venda dos ativos, o que somente veio a ocorrer com o aumento de liquidez havido no dia 13 de junho. A defesa apresentou uma tabela com as operações de compra e venda das ações da CCX no corpo da Defesa e anexou uma outra tabela (fl. 173) comprovando o comportamento da referida ação nos pregões ocorridos no período de maio a junho de 2013.

19 Essas duas tabelas são preciosas para um juízo de valor mais exato. A aventada decisão de alienar as ações da CCX em **24.05.13** e a alegada **falta de liquidez** dos papéis não se amparam nessas tabelas, trazidas pela própria parte Recorrida.

			EQY_WEIGHTED_AVG_PX	PX_VOLUME	Financeiro	
			02/05/2013	3.7588	215,800	811,149.04
			03/05/2013	3.9254	111,100	436,111.94
			06/05/2013	3.9421	31,400	123,781.94
			07/05/2013	3.911	155,100	606,596.10
			08/05/2013	3.929	67,500	265,207.50
			09/05/2013	3.8772	65,400	253,568.88
			10/05/2013	3.8118	152,600	581,680.68
			13/05/2013	3.8396	25,200	96,757.92
			14/05/2013	3.8346	27,400	105,068.04
			15/05/2013	3.8386	289,100	1,109,739.26
CCXC3	Compra	Venda	16/05/2013	3.8662	98,200	379,660.84
22/01/2013	100.000		17/05/2013	3.8617	273,500	1,056,174.95
23/01/2013	200.000		20/05/2013	3.8664	43,300	167,415.12
24/01/2013	131.000		21/05/2013	3.8723	36,400	140,951.72
15/02/2013	90.000		22/05/2013	3.8239	178,800	683,713.32
20/02/2013	190.700		23/05/2013	3.8057	6,800	25,878.76
21/02/2013	100.000		24/05/2013	3.8339	10,700	41,022.73
22/02/2013	100		27/05/2013	3.8964	81,200	316,387.68
25/02/2013		20.000	28/05/2013	3.9328	484,800	1,906,621.44
26/02/2013	3.629.500		29/05/2013	3.9267	73,400	288,219.78
06/06/2013		71.100	31/05/2013	3.942	434,800	1,713,981.60
07/06/2013		287.900	03/06/2013	3.9619	217,000	859,732.30
11/06/2013		139.900	04/06/2013	3.8683	163,500	632,467.05
12/06/2013	60.000	982.600	05/06/2013	3.8274	100,300	383,888.22
13/06/2013		2.999.800	06/06/2013	3.7928	254,700	966,026.16
Grand Total	4.501.300	4.501.300	07/06/2013	3.6224	641,400	2,323,407.36
			10/06/2013	3.5027	286,300	1,002,823.01
			11/06/2013	3.3207	719,300	2,388,579.51
			12/06/2013	2.6069	3,058,100	7,972,160.89
			13/06/2013	2.6246	4,540,700	11,917,521.22
			14/06/2013	2.8883	1,096,300	3,166,443.24

20 Vê-se acima que o **Volume** de ações da CCX negociado entre os dias 24.05 e 06.06 foi bastante razoável e, não obstante isso, o Banco BTG não tentou alienar uma única ação da CCX nesse período, o que esvazia por inteiro a tese de que foram os atrasos no cronograma da OPA que o motivaram a desistir de prosseguir com sua estratégia e de que foi a falta de liquidez que o impediu de se desfazer de sua posição. Destaca-se abaixo, isoladamente, o **Volume** negociado:

24/05/2013	3.8339	10,700
27/05/2013	3.8964	81,200
28/05/2013	3.9328	484,800
29/05/2013	3.9267	73.400
31/05/2013	3.9420	434,800
03/06/2013	3.9619	217,000
04/06/2013	3.8683	163,500
05/06/2013	3.8274	100,300

21 Cabe ainda argumentar que um player do porte do Banco BTG poderia ter dado uma liquidez ainda maior aos papéis da CCX na referida quinzena – 24/05/13 a 11/06/13 – se efetivamente tivesse posto em prática uma estratégia de desinvestimento, o que, enfatize-se, nem sequer foi tentado.

22 A atipicidade das negociações ganha vulto quando se observa que o **Preço** das ações da CCX também era muito mais atraente para venda entre 24/05/2013 e 06/06/13, oscilando entre **R\$ 3,82** e **R\$ 3,96**, do que quando o Banco BTG se livrou da quase totalidade dos papéis, entre os dias 12 e 13 de junho, por **R\$ 2,60**. Mesmo com Preço extremamente favorável, ainda assim o Banco BTG não tentou realizar nenhuma venda do ativo no melhor momento da ação. Abaixo, novamente e em destaque, o quadro com o **Preço** das ações:

24/05/2013	3.8339	10,700
27/05/2013	3.8964	81,200
28/05/2013	3.9328	484,800
29/05/2013	3.9267	73.400

31/05/2013	3.9420	434,800
03/06/2013	3.9619	217,000
04/06/2013	3.8683	163,500
05/06/2013	3.8274	100,300

23 *Sob o prisma da “**existência de justificativa econômica**”, a decisão do BTG de nem sequer tentar vender uma única ação na **quinzena** que se seguiu à alegada decisão do gestor do Fundo, em 24/05/13, **foi verdadeiramente desastrosa** e absurdamente desconectada do prestígio que esse Banco angariou de bom gestor de ativos.*

24 *Como anotado na Decisão recorrida, “**Note-se que a liquidez do papel aumentou muito justamente no dia 13 de junho quando a CCX informou ao mercado que a OPA estava mantida. Nesta data, o preço de fechamento subiu 16,7%. O FUNDO aproveitou a liquidez para zerar a sua posição.**” Com as vênias de estilo, o movimento que o julgador a quo entendeu ser bastante para o seu convencimento de inocência é razão de sobra meu juízo de culpabilidade.*

25 *No exato instante em que o Grupo EBX reafirmou seu compromisso público de prosseguir com a OPA da CCX, pelo valor de **R\$ 4,31**, e quando todos os investidores se movimentaram no sentido de comprar o papel, o Banco BTG fez, quase **solitariamente**, o **movimento oposto**, vendendo 3 milhões de ações. Ou seja, o Banco BTG acertou no timing; as “sardinhas” (jargão de mercado) erraram.*

26 *Analizando assim a questão, entendo que a **justificativa econômica** para a realização do negócio **não restou caracterizada**. Mesmo havendo bom volume e excelentes preços (R\$ 3,96), o gestor do FUNDO não tentou se desfazer da posição em período distante do Fato Relevante, somente vindo a fazê-lo na semana que imediatamente antecedeu ao citado Fato Relevante, por um preço aproximadamente 35% abaixo (R\$ 2,60).*

27 *Neste caso foi adotada pela acusação a tese denominada **mente corporativa**, naturalmente refutada pela parte Recorrida. Este conceito não é novo e foi aplicado pelo CRSFN em caso anterior. Apenas para maior clareza, transcrevo partes das razões expostas no **RECURSO 13264**, de **Marcos Davidovich**, registrando que se assentou ser possível deduzir defesa contra a “mente Corporativa”:*

“34 (...) Em manifestação da SEC no feito na qualidade de amicus curiae ficou assentada a posição do órgão regulador de que, embora deva haver segregação de atividades, **os bancos múltiplos devem garantir a existência de uma lista de restrições (“restricted list”) para evitar situações como a apresentada. Assim, valores mobiliários de emissores dos quais a sociedade tenha alguma informação material relevante deveriam constar dessa lista para evitar transações ou recomendações pelo lado público da muralha. Esse passou a ser o padrão prevalecente de atuação das firmas americanas**^[3].

38 (...) independentemente da posição ocupada na hierarquia da sociedade, uma pessoa que age em nome dessa sociedade representa a sua “mente” naquela transação específica. Nesse sentido, seria difícil considerar a existência de segregação dentro dessa mesma “mente” corporativa, o que dificultaria a aplicação da Chinese Wall como matéria de defesa. Essa postura adotada pelos tribunais pode ser bem identificada na decisão HRH Prince Jefri Bolkiah v KPMG (1998), oportunidade na qual o Lord Justice Waller ressaltou que não haveria qualquer utilidade em analisar a efetividade da segregação apresentada na medida em que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro (mesma “mente” da sociedade).

39 (...) Constata-se, portanto, a admissão de defesa com base em segregação da “mente” corporativa também no Reino Unido

28 *A propósito deste confronto, a Decisão recorrida pontuou o que segue:*

28. Inicialmente, observo que no final de fevereiro de 2013, quando, segundo a Defesa, o Defendente iniciava as tratativas de assessoria da área de investment banking com o Grupo X (ainda não públicas, naquele momento), o Defendente colocou todas as empresas do grupo, incluindo a CCX na lista de monitoramento cinza (grey list) do Compliance do BANCO (fls. 252-253) 5. No dia 7 de março, com a celebração do Contrato de Assessoria entre o

Defendente e o Grupo EBX, as ações deste Grupo foram colocadas na lista restrita e não mais poderiam ser negociadas sem a autorização do Compliance (fls. 254-258).

29. Observo que, de fato, há uma troca de e-mails entre o responsável pelas operações do fundo e o Compliance sobre a operação de risk arbitrage. Nesta troca de e-mails, o Compliance dá o seu “de acordo” para a desmontagem da operação, enfatizando que o FUNDO não poderia tomar posição direcional em nenhum dos papéis (fl. 269). No dia 11.04.2013 – dois meses e meio antes da desistência da OPA da CCX – o operador do FUNDO envia para o Compliance do BANCO a minuta do Edital divulgada em 05.04.2013 informando a mudança dos dias úteis a serem utilizados para o cálculo da relação de trocas de cinco para 30 dias úteis. Ele explica que, para não ter nenhuma posição direcional, seria necessário começar a vender uma das ações do Grupo X que seria oferecida na troca. Sugere, ainda, que a venda para zerar a operação de “Risk Arb com a CCX” seja a OGX, pois esta ação não teria o “limite de 2% do capital para troca de ações na OPA”. No dia seguinte, o Compliance dá o OK na operação (fl. 268).

30. A meu ver, o Defendente conseguiu demonstrar nos autos que: i. as operações envolvendo as ações da CCX e OGX eram parte de uma operação de arbitragem sem apostas direcionais; ii. o BANCO detinha e, de fato, no caso em tela, aplicou mecanismo para colocação em listas de controle de ações das quais colaboradores seus poderiam deter informação privilegiada; e iii. o Compliance do Defendente autorizou a operação de desmonte da operação de risk arbitrage do FUNDO.

29 É preciso divergir da Decisão novamente, uma vez que a prova dos autos e a defesa do Banco BTG contrariam os seus alicerces absolutórios. A toda evidência, a mera previsão normativa interna não pode ser entendida como suficiente para se ter por não praticada a conduta ilícita. É fundamental que a norma interna seja efetiva e opere consequências.

30 A atuação do setor de Compliance do Banco BTG foi protocolar e resultou inócua. Não se apurou, nos documentos citados pela Decisão, um agir firme e diligente da área de Compliance para fazer valer a proibição de operações com ações postas em Lista de Restrição. Evidenciando o completo desrespeito à restrição, lê-se na mensagem do setor de Compliance para o Sr. Sardinha, em **12 de abril de 2013**, fl. 268 – Anexo 15, que o Banco BTG deveria colocar **uma única ordem** referente às vendas da OGX e deveria ficar “engessado” nesses ativos. Arrematou: “Assim, seguindo este procedimento, pode seguir em frente.” A partir deste momento desaparecem as intervenções do Compliance nas negociações de papéis do Grupo EBX e nenhuma orientação do Compliance a respeito da forma como seria desmontada a operação de arbitragem de risco foi apresentada. Para que não parem dúvidas, transcrevo parcialmente a orientação do Compliance:

“Assumindo que é o caso, você deverá colocar uma única ordem hoje compreendendo todas as vendas que fará de OGX nestes próximos 30 dias. Como é usual, podemos ficar engessados a qualquer tempo nesses ativos. Por isso, é importante que seja dada uma única ordem, mesmo que compreendendo múltiplas vendas ao longo dos 30 dias. Uma vez dada a ordem, você não mais poderá voltar atrás.

Em certa medida, esta estratégia é semelhante aquela que adotamos em relação à última venda de OGX. Lá optamos por desfazer da posição antes de termos restrição específica nesse ativo.

Assim, seguindo este procedimento, pode seguir em frente.”

31 Já está evidente que, ainda que existente uma política de chinese wall, esta não era respeitada e eficiente, mas, pelo contrário, descumprida, não sendo, deste modo, capaz de servir como contra-índice e elidir a responsabilidade pelo uso da informação privilegiada.

32 Para agravar a situação, quando confrontado pela CVM, o BTG admitiu que fazia muitas operações com os papéis da OGX. Enfatizou, diversas vezes, que o fato de o Fundo FIM CP LS ter sido cedente líquido de ações OGXP3 no período entre 22.01.2013 e abril deste mesmo ano, e ter tomado empréstimos de OGXP3 até o dia 05.06.2013, se justificam por se inserirem em estratégias de **derivativos (delta hedge), opções, em que se tenta capturar o prêmio de volatilidade, e de operação de carteira índice** do FIM CP LS, **e não apenas de risk arbitrage.**

33 Diante da própria afirmativa do Recorrente, de que transacionava com ações incluídas em

Lista de Restrição com vários propósitos diferentes da autorizada arbitragem de risco, constata-se haver evidência indefensável de que nem a Chinese Wall nem o Compliance foram efetivamente respeitadas dentro do Banco BTG Pactual, em se tratando de ações emitidas pelo Grupo EBX, com o qual mantinha um acordo de cooperação estratégica, firmado em março de 2013, envolvendo assessoria financeira, linhas de crédito e futuros investimentos de capital de longo prazo para projetos.

34 *O Banco BTG Pactual admitiu, algumas vezes, que se valia de práticas agressivas com papéis da OGX, que, desde março de 2013, estavam em Lista de Restrição. Estratégia de Risk Arbitrage com múltiplas ordens de venda (esquecendo-se da recomendação do Compliance), derivativos – delta hedge, opções, captura de prêmio de volatilidade, carteira índice (esquecendo-se da Lista de Restrição) são práticas incompatíveis com uma Chinese Wall/Compliance segura e eficaz. A inexistência de um monitoramento sistemático dos sistemas de compliance tem o condão de abalar a credibilidade de uma organização.*

35 *Neste exato sentido, vale recordar as colocações do Conselheiro **Marcos Davidovich (RECURSO 13264)***

45 *Foi, ainda, apresentado na defesa dos acusados o Manual de Compliance do Grupo Credit Suisse com algumas informações a serem observadas por seus empregados. Ressalto aqui que, como exaustivamente analisado acima, a alegação de existência de Chinese Wall pode eventualmente servir como defesa, cabendo, portanto, a esta demonstrar a sua eficácia. Não há como se pretender que, desde o início, a CVM desconstitua uma suposta existência de segregação que não chegou sequer a ser provada quando da fase inquisitiva pré-processual.*

.....

49. *Estabelece, o Manual, procedimentos de Watch List e Restricted List. De acordo com o documento, sempre que o Banco ou uma de suas divisões estiverem na posse de informações privilegiadas, deverá o valor mobiliário respectivo ser inserido na Watch List. Essa lista tem caráter altamente confidencial e permite ao Control Room monitorar atividades relacionadas a esses títulos. Já a Restricted List é uma lista de emissores envolvidos em operações ou desenvolvimentos anunciados sobre os quais o Banco ou qualquer de suas divisões possa ter informações privilegiadas. Nesse último caso, haveria limitação de atividades relacionadas aos títulos ali inseridos. Nesse ponto, constata-se que o Credit Suisse, ao menos até essa parte do manual, aparentemente adotava as melhores práticas de segregação estabelecida nos Estados Unidos.*

.....

53 *Por fim, a leitura do Manual apresenta indícios no sentido de sua inobservância também no que se refere à Watch List. Como já ressaltado, a inclusão na lista de monitoramento seria devida sempre que o Banco ou uma de suas divisões estiverem na posse de informações privilegiadas relativas a um emissor para que o Control Room possa monitorar atividades do Banco relacionadas aos ativos respectivos. No caso em pauta, embora membros do Banco CS Brasil estivessem participando de reuniões com a controladora da Terna para elaboração de fairness opinion não foram encontrados nos autos elementos no sentido de que esse ativo tenha sido inserido na lista. Importante notar que eventual inserção desse ativo na lista permitiria controle maior da posição relevante assumida pelo Credit Suisse quando do início das compras, que ocorreu justamente no mesmo momento em que as reuniões na controladora eram realizadas. Entretanto, não há notícia de qualquer intervenção do Control Room quando da aquisição atípica realizada em ações de emissão de sociedade da qual um dos integrantes do Banco possuía acesso especial às informações. Nem mesmo quando foi elaborada a análise de ações do dia 14.04, recomendando a compra de units Terna, houve qualquer manifestação por parte do Control Room, o que me parece caracterizar grave falha nos controles internos da sociedade. Ainda que se admita que a conclusão alcançada pelo analista tenha sido obtida de forma independente, por meio de análises próprias, a partir do momento em que o Banco de Investimento está de posse de informação relevante acerca da ação objeto de análise, deveria ser disparado pelo Control Room mecanismo de controle, o que não ocorreu. Não estou aqui estabelecendo ou determinando qual deveria ter sido o comportamento do órgão de controle, porém a inércia parece incompatível com seus propósitos.*

.....

55 Diante desses elementos e parafraseando a Conselheira Flávia Hana Masuko Hotta, nos autos do Recurso 8308, julgado na 281ª sessão, em 27 de fevereiro de 2008, caberia indagar, se realmente existia chinese wall eficiente à época dos fatos, e, se havia alguém responsável pelo efetivo cumprimento da política estabelecida pelo manual de compliance. Ora, nesse sentido há que se indagar que medidas foram tomadas para torná-la efetiva e evitar o vazamento de informações? Por que não foi apresentado qualquer mecanismo que comprovasse a existência de efetivos controles internos? Por que não foi apresentado qualquer programa de treinamento para preservar informações confidenciais? Por que não foi apresentado qualquer controle que restringisse o acesso e permitisse identificar pessoas que tivessem acesso a informações confidenciais? Por que não foi apresentado qualquer relatório de acompanhamento sistemático das atividades relacionadas com o sistema de controle interno, com conclusões e recomendações? Por que não foi apresentado qualquer meio de minimizar e monitorar adequadamente áreas identificadas como de potencial conflito à espécie, especialmente diante da previsão existente no Manual acerca da necessidade de participação do Control Room em casos similares? Por que não foi apresentado qualquer relatório de auditoria interna tratando sobre a eficácia da segregação?

56 Todos esses pontos ficaram sem resposta, sendo certo que, repita-se, por se tratar de matéria de defesa, deveriam ser trazidos e adequadamente comprovados pelos acusados.”

(Grifei)

36 Ainda com respeito a “**mente corporativa**”, a Decisão absolutória se louvou em troca de emails para recusar sua aplicabilidade na hipótese, conforme trecho abaixo:

21. É importante lembrar que esta era uma operação de arbitragem, sem apostas direcionais na CCX ou na OGX. As operações envolvendo as ações presentes nos autos corroboram o fato (operação de risk arbitrage). Aliás, o fato de que esta operação era de arbitragem fica claro em trechos das trocas de mensagens entre o responsável pelas ordens do FUNDO e a corretora no dia 06.06.2013, quando o FUNDO começou a zerar a posição (fl. 75):

(...)

23. Deixo de reproduzir outros diálogos na mesma linha nos dias 12 e 13. Contudo, percebe-se no dia 12.06.2013, a clara irritação do operador do FUNDO com a queda do preço de ambas as ações - as ações da CCX abriram a R\$3,24, mas caíram a R\$2,15 para fechar a R\$2,45, enquanto as ações da OGX variaram entre R\$1,01 e R\$1,21. A operação de arbitragem se quebrava porque a OGX também caía muito. E o operador do BANCO deixa isto claro: “so hj a p _ _ eh maior que essa boleto de ogx aí ...nem com o hedge de ogx q m _ _ _ ... só dando porrada nesse eike mesmo”. Estas interações não me parecem de alguém que esteja ganhando dinheiro, pelo contrário!

(grifei)

37 Sempre com o devido respeito aos doutos Julgadores da CVM, o fundamento está obviamente errado. A alienação dos papéis de posse de informação privilegiada ainda não divulgada, informação essa de caráter absolutamente nefasto para a CCX, propiciou ao Banco BTG evitar uma brusca perda do valor desses papéis, que estavam encarteirados. O ganho sobre a perda evitada é matéria pacífica dentro da CVM, valendo lembrar da recente condenação da Petros (**Recurso nº 14.432**), dentre tantos outros casos semelhantes.

38 Outrossim, não se concebe que a obtenção de uma informação privilegiada em grandiosa operação de fechamento de capital de uma companhia seja disseminada, transmitida, compartilhada com um mero empregado encarregado de repassar ordens de venda e compra de papéis. Aqui tratamos de uma OPA! Insider trading é, ao menos em tese, crime! Não se pode esperar que todos, ou mesmo, que muitos empregados do Banco BTG tivessem ciência de que realizavam uma transação viciada. A guarda de segredo a respeito da detenção de uma informação privilegiada é da essência da infração!

39 Uma mera troca de emails de um operador de mesa, cuja função é de cunho burocrático, não pode servir para afastar a ocorrência de vazamento de informação em uma operação de fechamento de capital, quando mais porque esse operador estava tratando com pessoa externa ao

Banco BTG, o operador da ICAP Corretora. É insustentável acreditar que tal informação pudesse ser do conhecimento de pessoas de tão baixo escalão. É fácil concluir que os operadores não sabiam do insider, mas a “mente corporativa”, sim.

40 Outro aspecto a ser considerado a respeito dessas trocas de mensagens, especificamente no dia 13/06/13, é a enorme **discrepância** entre o volume de ações CCX vendido através desse canal (ICAP Corretora), de apenas 1 milhão, e o volume total de ações CCX vendido pelo BTG naquele dia, de 3 milhões. Não se encontra provado nos autos quem foi o autor da gigantesca venda de 2 milhões de ações e nem em que condições elas ocorreram. Pelo menos em tese, todas as ações da CCX detidas pelo Banco BTG Pactual teriam sido alienadas por intermédio a ICAP, mas não é isso que se verifica na mensagem final do dia 13 de junho, outro buraco negro na tese absolutória.

41 Mais um ponto obscuro precisa ser analisado ainda. O Recorrido alegou que tomou empréstimo de ações da CCX no dia 18 de julho porque houve uma “pendência” justificadora da conduta atípica, quando já dera por encerrada sua estratégia. No entanto, a alegada necessidade de “chamar” a posição necessitava ser comprovada por algum documento próprio e específico, ainda que um mero alerta do liquidante, nota de corretagem, etc. Enfim, uma transação dessa natureza não pode ser apenas alegada, ela deve obrigatoriamente ser provada.

42 Por fim, penso que aqui não cabem dúvidas a respeito da **finalidade de auferimento de lucro para si, ou para outrem**, último elemento caracterizador do insider trading. O FUNDO era exclusivo do próprio Recorrido (Banco BTG) e a obtenção de **lucro (perda evitada)** para si foi matematicamente comprovada pela CVM.

43 Estando de posse de informação privilegiada relevante, o BTG pode se desfazer da sua carteira de papéis da CCXC3 antes dos demais investidores, obtendo um ganho direto de R\$ 7,5 milhões, uma vez que o anúncio do cancelamento da OPA faria cair drasticamente o valor dessas ações, como efetivamente o fez. Operando em posição informacional extremamente vantajosa em relação aos demais investidores, o Banco BTG evitou a depreciação abrupta de seu capital e obteve, para si, uma vantagem financeira de 7,5 milhões de reais.

44 Em conclusão, invoco a precisa lição do CRSFN no **Recurso 14432**, Relatoria do Conselheiro **Antonio Augusto de Sá Freire Filho**:

“8. Por fim, trago trecho do Voto do Conselheiro Dr. Flávio Maia Fernandes dos Santos no Recurso 13772, que nos ensina:

Geralmente, nos casos de insider trading, a prova direta se torna impossível, de sorte que a prova indiciária é fundamental. Assim, o deslinde desses casos se faz sobremaneira pela ponderação de indícios em face de contra-indícios.

9. Dessa forma, tendo os autos comprovado que representantes graduados da Petros participaram de reunião em que tiveram acesso a informações que, pelos valores apontados, indicavam a necessidade de divulgação de fato relevante ao mercado e que a Petros, antes da divulgação do fato relevante, passou a negociar ativos que seriam impactados pelas informações, entendo caracterizadas autoria e materialidade da irregularidade.

10. Quanto à dosimetria da pena aplicada entendo que não devem ser feitos reparos aos valores imputados, equivalentes ao dobro da perda evitada, montante inferior ao máximo e em patamar para que se torne educativa.

11. Assim, voto pela manutenção da Decisão da CVM.”

45 Por todas essas razões de fato e de direito, esta Procuradoria-Geral opinou pela reforma integral da decisão recorrida e o provimento do recurso de ofício.

[1] Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do Chinese wall e a repressão ao insider trading. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB 47, 2010, pp. 227 a 245.

[2] Recurso nº 13.264, ACÓRDÃO/CRSFN 11150/13, de 25 de setembro de 2013.

[3] POSER, ob. cit., p. 04;

DOSIMETRIA

9. Finalmente, quanto à dosimetria da penalidade a ser aplicada, voto pela aplicação de MULTA em valor igual ao dobro da vantagem econômica obtida. Assim, tendo em vista cálculo do item 7 do Termo de Acusação, que aponta o benefício estimado do comitente em R\$7.553.323,00, voto pela aplicação de MULTA no valor de R\$15.106.646,00 (quinze milhões, cento e seis mil e seiscentos e quarenta e seis reais). Vale reiterar que, para fins de penalização, somente foram consideradas as operações entre 11 e 13/06/2013.

10. Observo que a penalidade é compatível com a gravidade da irregularidade, é compatível com os danos ao Mercado de Capitais, é compatível com a capacidade econômica do Recorrido, está nos níveis de outras situações similares anteriormente avaliadas por este CRSFN e não possui caráter confiscatório.

11. Dessa forma, venho divergir do Relator, a quem renovo minha grande admiração e respeito, e voto pelo provimento do Recurso de Ofício, com aplicação da penalidade de MULTA no valor de R\$15.106.646,00 (quinze milhões, cento e seis mil e seiscentos e quarenta e seis reais) ao BANCO BTG PACTUAL S.A. por uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

É o voto.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 20/09/2018, às 15:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1088681** e o código CRC **9D43BE6D**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14088

Processo 10372.000460/2016-39

Processo na primeira instância CVM RJ2013/11654

Relator: OTTO EDUARDO FONSECA DE ALBUQUERQUE LOBO

DECLARAÇÃO DE VOTO DA CONSELHEIRA ADRIANA CRISTINA DULLIUS

1. Antes de adentrar no mérito da causa, considero importante abordar algumas situações relacionadas à apresentação de documentos por parte do recorrido. Isso porque, em diversas situações, tais elementos de convencimento foram apresentados em momento que dificultaria, ou mesmo impossibilitaria, sua adequada avaliação pela Administração Pública.

2. Inicialmente, observei que o recorrido, ainda que regularmente instado a se manifestar antes da formulação da acusação pela CVM, não apresentou elementos probatórios, que estavam em seu poder, aptos a justificar a realização das operações que foram objeto de questionamento. Houve, em face disso, a formulação de termo de acusação nos termos ora apreciados.

3. Instado a se defender, o recorrido novamente não acostou todas as provas que estavam sob seu poder; tais provas foram apresentadas, apenas, no dia do julgamento do processo administrativo sancionador pelo Colegiado da CVM, que teve, portanto, poucas horas para firmar seu conhecimento acerca de uma operação de significativa complexidade, composta de diversos atos com significativo lapso temporal entre eles.

4. Iniciado o julgamento do recurso de ofício, após leitura do voto do relator e de meu pedido de vista dos autos, mais uma vez foram apresentados novos documentos, desta vez em sede de memoriais, que corroborariam a legalidade da conduta adotada pelo recorrente, que, até o presente momento, não foram acostados aos autos.

5. Ressalto que considero inadmissível que o julgador seja colocado na situação de ter de se posicionar sobre "fatos novos" que, na verdade, são fatos que já constam do processo desde o início, mas que são suscitados apenas no dia do julgamento ou dias antes do julgamento no intuito de tumultuar o regular julgamento do feito.

6. Vislumbro que é igualmente inadequada a apresentação, momentos antes do julgamento em primeira instância ou em sede de memoriais, depois de iniciado o julgamento pelo CRSFN, de documentos que já estavam de posse do administrado desde o momento da ocorrência dos fatos.

7. Entendo, pois, que os elementos constantes dos memoriais não podem ser considerados como aptos a amparar meu convencimento, uma vez que somente os fatos constantes dos autos, corroborados (ou não) por provas, podem ser por mim avaliados no julgamento dos processos administrativos; apesar de corriqueiro, o brocado "o que não está nos autos não está no mundo" é perfeitamente aplicável ao caso em comento. Portanto, pautarei meu julgamento unicamente nos fatos e provas que constam do processo.

8. Quanto ao caso concreto, depois de sanar as dúvidas quanto à interpretação de determinados documentos que constam dos autos (que geraram o meu pedido de vista dos autos), cheguei à conclusão de não existem elementos comprobatórios suficientes a amparar a conclusão de que as operações realizadas pelo recorrido se enquadram no conceito de *insider trading*, razão pela qual acompanho o muito bem fundamentado voto do relator.

9. Conheço, pois, o recurso de ofício, mas nego-lhe provimento.

É o voto.



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 20/09/2018, às 16:10, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1174187** e o código CRC **A795B834**.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Lima Pereira Dutra, Secretário(a) Executivo(a)**, em 05/10/2018, às 19:41, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1228586** e o código CRC **E02D5EE4**.