



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

429ª Sessão

Processo 10372.100226/2019-53

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2017/863

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

ADVOGADO: MÁRCIO AUGUSTO PAIXÃO (OAB/RS 65.251)

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Uso indevido de informação privilegiada. Recurso conhecido e provido parcialmente.

ACÓRDÃO CRSFN 202/2019

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer do recurso de ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES e, por maioria, nos termos do voto do Conselheiro Álvaro Affonso Mendonça, **dar-lhe parcial provimento**, reduzindo o valor da penalidade de multa de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) para R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) pelo cometimento da infração de uso indevido de informação privilegiada. Vencidos o Relator e os Conselheiros Thiago Paiva Chaves e Ana Maria Melo Netto Oliveira, que votaram pelo desprovimento do recurso.

Participaram do julgamento os Conselheiros Pedro Frade de Andrade, Thiago Paiva Chaves, Maria Rita de Carvalho Drummond, Sérgio Cipriano dos Santos, Ana Maria Imbiriba Corrêa, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Álvaro Affonso Mendonça e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausente o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do art. 15 do Regimento Interno do CRSFN.

Brasília, 24 de setembro de 2019.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 23/10/2019, 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 **4249042** e o código CRC **372AE45E**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100226/2019-53

Processo na primeira instância CRSFN-CVM 19957.001692/2017-99

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

RELATÓRIO

DO OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar eventual responsabilidade de ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES por suposto uso indevido de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

DOS FATOS

2. Os fatos que deram origem ao PAS foram descritos, resumidamente, da seguinte forma no Relatório do Diretor Relator da CVM:

2. O presente processo teve origem em correspondência enviada, em 29.11.2016, pela Modal DTVM Ltda. (“Modal DTVM” ou “Distribuidora”) a esta CVM na qual informou possível atuação ilícita de Antônio Borges, então funcionário da área de back office do Banco Modal S.A. (“Banco Modal” ou “Banco”), conforme fatos apurados pelo Comitê de Compliance (“Comitê”) do Banco e a seguir descritos (Doc. SEI nº 0235200):

- i) “O Banco Modal é administrador do Fundo de Investimento Multimercado Norstar Crédito Privado” (“Norstar FIM”).
- ii) Em 10.11.2016, investidor do Norstar FIM teria entrado em contato por telefone com Antônio Borges, funcionário do back office do Modal, informando que pretendia amortizar cotas do referido fundo para realizar a aquisição de percentual minoritário de shopping center de propriedade da JHSF.
- iii) De posse dessa informação, Antônio Borges, “supondo que a aquisição pretendida pelo cliente poderia trazer uma valorização da ação JHSF3 nos dias seguintes, realizou operação em sua conta junto a Modal DTVM, tendo realizado a aquisição de 140 mil ações ordinárias de JHSF3, equivalente a R\$224.083,00”.
- iv) Na manhã seguinte, após a divulgação pela JHSF do fato relevante que informou a aquisição de parte do Shopping Cidade Jardim pelo grupo econômico da Gazit Brasil (“Gazit”), cotista do Norstar FIM, a movimentação

com ações da JHSF realizada por Antônio Borges teria sido identificada e classificada como contrária à política interna do Banco.

v) No mesmo dia, o Comitê de Compliance do Banco teria (i) aplicado advertência a Antônio Borges; (ii) zerado compulsoriamente a aquisição de ações da JHSF, sem nenhum ganho financeiro para o funcionário; (iii) “congelamento” da carteira de ativos dele e proibição a negociar nos próximos seis meses; (iv) suspensão de um dia de trabalho.

vi) O Comitê teria ainda feito comunicado a todos os funcionários reforçando o cumprimento de seu Código de Ética.

3. Diante dos fatos narrados, a SMI enviou, em 04.01.2017, ofício³ ao Modal solicitando ficha cadastral de Antônio Borges e o registro das ordens de negociação realizadas por ele (doc. SEI nº 0235204), tendo o Banco encaminhado os documentos requeridos e informado que a Diretoria Executiva teria optado pela demissão do funcionário (doc. SEI nº 0235205).

4. Em seguida, a SMI encaminhou, em 18.01, 02.02, 07.02 e 10.03.2017, pedidos de esclarecimentos a Antônio Borges, que não apresentou resposta aos questionamentos da área técnica (docs. SEI nos 0235205, 0235207, 0235208 e 0235222).

5. Neste contexto, a SMI concluiu que a documentação apenas aos autos seria suficiente para comprovar que o Acusado teria adquirido ações emitidas pela JHSF ciente de que a Gazit estava prestes a adquirir importante participação societária em empreendimento de propriedade da JHSF. Neste sentido, cita que tal informação estava pendente de divulgação pela Companhia, tendo sido divulgado por meio de aviso de fato relevante no mesmo dia da negociação (10.11.2016 - 19h10min), nos seguintes termos (DOC SEI nº 0235202):

...

6. Para demonstrar seu entendimento, a SMI fez a relação entre os elementos necessários à caracterização do ilícito de insider trading e os fatos por ela apurados, a seguir reproduzida:

“A existência de uma informação relevante pendente de divulgação: aquisição de parte do Shopping Cidade Jardim, de propriedade da JHSF Participações S.A., por uma empresa integrante do grupo econômico da Gazit Brasil, cotista do FIM;

O acesso privilegiado a ela: o Sr. Antônio teve acesso privilegiado à informação em razão do cargo que ocupava na área back office do Banco, administrador do FIM, ao receber ligação de investidor informando sua intenção de amortizar cotas do FIM para realizar a aquisição mencionada;

A utilização desta informação na negociação de valores mobiliários: resta caracterizada a utilização da informação na medida em que os negócios foram realizados pelo Sr. Antonio após tomar conhecimento da informação, cumprindo destacar que o Sr. Antônio jamais havia negociado o papel em momento anterior; e

A finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros: resta configurada a finalidade de auferir vantagem com os negócios, na medida em que a informação tinha impacto potencialmente positivo nos papéis JHSF3 (vide teor do fato relevante presente no parágrafo 6, retro) e os negócios foram realizados na ponta compradora (sentido economicamente vantajoso da operação), além de os negócios terem sido realizados apenas após o acesso privilegiado à informação, (...).”

7. A Acusação ressalta que, muito embora a posição adquirida por Antônio Borges tenha sido zerada compulsoriamente pelo Modal, sem que ele pudesse obter vantagem com a negociação, a configuração do ilícito de insider trading independeria da efetiva obtenção de vantagem com a operação, conforme precedentes do Colegiado.

8. No tocante à relevância da informação, a SMI registra que os administradores da JHSF, “de posse de um conjunto mais amplo de informações relativas aos negócios da sociedade, caracterizaram a venda da participação de 33% no Shopping Cidade Jardim como informação relevante, tanto é que a divulgaram dessa forma, nos termos da Instrução CVM nº 358/02”.

9. Com relação à finalidade de auferir vantagem, a SMI alega que (i) os R\$227 mil utilizados por Antônio Borges para adquirir as 140 mil ações da JHSF teriam representado mais de 75% do patrimônio declarado pelo Acusado em sua ficha

cadastral, (ii) tal montante teria correspondido a aproximadamente 19% do volume total de compras de ações da JHSF feitas no pregão do dia 10.11.2016, e (iii) o Acusado jamais teria negociado com ações da JHSF antes das operações sob investigação.

DEFESA JUNTO À CVM

3. Em defesa junto à CVM, conforme Relatório do Diretor-Relator da CVM, os Recorrentes alegaram, resumidamente, que:

12. O Acusado alega que, de acordo com o relato enviado à CVM pelo Modal, ele teria recebido uma informação relevante, completa e extremamente precisa proveniente do gestor da Gazit, porém, esta versão não corresponderia à realidade dos fatos.

13. Segundo afirma, o telefonema com o gestor da Gazit solicitando ao Acusado a amortização de seu investimento teria, de fato, existido, mas o interlocutor teria expressado tão somente a intenção de adquirir “mais um shopping center”. Estas teriam sido, segundo a defesa, as exatas palavras ditas pelo gestor da Gazit ao Acusado. Ao contrário do que teria afirmado o Banco Modal, o gestor da Gazit não teria dito ao Acusado qual seria o shopping center a ser comprado nem mencionado que a participação adquirida seria “minoritária”.

14. Segundo a defesa, tal informação seria “extremamente imprecisa”, de modo que o Acusado, em nenhum momento, poderia entendê-la como privilegiada. Ademais, não lhe teria sido revelado o nome do shopping, preço ou percentual a ser adquirido pela Gazit. Aduz que, pelo curto relato feito na ligação telefônica, o Acusado teria acreditado que a Gazit estaria adquirindo 100% de algum shopping center.

15. Prossegue a defesa argumentando que o Acusado “de posse dessa informação imprecisa e já sabendo de determinadas informações públicas – (i) que a Gazit realiza vultosos investimentos em grandes empreendimentos (nunca pequenos); e (ii) que a ampla maioria dos grandes shoppings brasileiros pertencem a companhias listadas em bolsa -, o acusado, vislumbrando uma oportunidade de lucrar mediante negociação de ações, pesquisou na internet notícias e alguns dados financeiros divulgados pelas empresas do setor (Iguatemi Empresas de Shopping Centers S/A; Multiplan Empreendimentos Imobiliários S/A; BR Malls Participações S/A etc), dentre as quais a JHSF Participações S/A. Por meio da pesquisa constatou que, conquanto nenhuma delas descartasse a venda de shoppings, ao menos duas expunham ao mercado expressamente essa possibilidade: a JHSF e a BRMalls.”

16. Disposto a apostar, o Acusado teria buscado o histórico de negociação das referidas companhias com o intuito de identificar volumes atípicos que pudessem indicar a atuação de algum insider⁶ conhecedor da informação relativa à alienação de algum shopping. O Acusado então teria percebido que a ação BRML3 teria se mantido estável, ao passo que a ação JHSF3 teria sido objeto de maior movimentação, indicando possível atuação de algum insider.

17. O Acusado teria associado à informação imprecisa recebida pelo gestor da Gazit com a movimentação das ações da JHSF e concluído pela possibilidade de o vazamento das tratativas da negociação do shopping ter provocado a agitação no mercado. Além disso, ao comparar com a cotação da BRML3, o Acusado teria chegado à conclusão de que seria mais vantajoso realizar a compra do ativo JHSF3 porque sua cotação inferior poderia propiciar maior ganho futuro percentual.

18. A defesa reconhece que seria possível que a Gazit não estivesse comprando ativo de nenhuma das duas companhias, sequer de companhia listada em bolsa, mas, em suas palavras, “nesse caso eventual prejuízo seria fácil de ser mitigado pelo acusado: se a cotação da ação passasse a tender para baixo em qualquer momento antes da circulação da informação esclarecendo os dados sobre a compra realizada pela Gazit (ou ainda que fosse divulgado que essa aquisição não envolvia a JHSF), bastaria alienar o ativo JHSF3, com algum saldo negativo”.

19. Essa estratégia de investimento seria, segundo alega, comum, pois “os atuantes no mercado de capitais são geralmente portadores de informações imprecisas ou pequenas partes de informações, algo incompletas e, pela análise da movimentação gráfica dos ativos, tentam, captando as tendências, completar a informação imprecisa conhecida.”

20. A defesa menciona ainda que o Acusado não poderia ser qualificado como insider

primário, dado que não haveria ligação entre ele e a JHSF, razão pela qual não existiria presunção quanto ao conhecimento da informação privilegiada. Desta maneira, a prova capaz de dirimir definitivamente o teor da informação recebida pelo Acusado seria a gravação do telefonema, que não teria sido fornecida pelo Modal.

21. Por outro lado, a defesa reconhece que “a cartilha de conduta adotada pelo Banco Modal em relação a seus empregados restou, de fato, aviltada pelo acusado, pois utilizou-se ele de uma informação importante (que a Gazit compraria um shopping center no Brasil), abrangida por sigilo bancário financeiro, para proveito próprio e pessoal (algo que não pode ser admitido no contexto do sistema bancário). No entanto, a pouca qualidade da informação recebida pelo acusado, ainda que permita a aplicação de penalidades na relação entre a instituição financeira e seu empregado (como de fato foi feito), não autoriza caracterizá-lo como insider trader para fins de imputação de ilícito no mercado de capitais.”

22. Por fim, e com intuito de encerrar o presente processo, o Acusado propõe a celebração de Termo de Compromisso no valor de R\$15.000,00, valor que entende substancial para alguém que, por sua conduta no episódio, estaria desempregado.

...

24. Em 02.10.2018, o Colegiado decidiu por unanimidade rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentado pelo Acusado por entender que ela é inconveniente e inoportuna, dada a natureza e a gravidade da infração objeto do processo, bem como o atual estágio do processo (Doc. SEI nº 0626330).

DECISÃO DA CVM

4. Após análise das considerações dos recorrentes, o Diretor Relator da CVM elaborou Voto, aprovado pelo Colegiado da CVM por unanimidade, com o seguinte teor, resumidamente:

4. O Acusado não contesta a existência do telefonema, tampouco o fato de o investidor ter-lhe manifestado a intenção de adquirir um shopping center. Contesta, no entanto, a versão tal qual apresentada pela SMI de que teria recebido informação precisa do empreendimento objeto da aquisição. Refuta, assim, ter recebido informação de que a aquisição seria de empreendimento da JHSF.

5. No entender da defesa, a conversa havida entre Antônio Borges e o investidor do Banco Modal não seria suficiente para uma condenação de insider trading, dada a imprecisão de informação recebida pelo Acusado. Argumenta ainda que não existiria presunção quanto à ciência da informação privilegiada pelo Acusado.

6. Concorro com a defesa que não se pode presumir o conhecimento do Acusado quanto à informação privilegiada, na medida em que ele não possuía estreito vínculo com a Companhia emissora. Contudo, os fatos trazidos pela Acusação são suficientes para demonstrar que ele fez uso de informações sigilosas ainda não divulgadas ao mercado na negociação com ações da JHSF.

...

8. De acordo com os precedentes do Colegiado desta CVM³, referido ilícito contém quatro requisitos, quais sejam, (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) o acesso privilegiado a ela; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários, e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros⁴.

...

10. ... não pode prosperar o argumento da defesa no sentido de que a única prova capaz de revelar o teor da informação recebida pelo Acusado seria a gravação do telefonema (prova direta), pois, em casos que tais, a utilização da prova indireta ou indiciária é de suma importância para a configuração do ilícito. Ressalte-se, neste particular, que a prova indiciária deve ser constituída por meio do concurso de indícios (comprovados, independentes, concordantes e convergentes) que permitam conclusão segura a respeito da ilicitude da conduta⁷, como passo a esmiuçar.

...

13. Tem-se assim configurado o primeiro elemento do tipo administrativo: a existência de uma informação relevante pendente de divulgação.

14. No que se refere ao acesso à informação privilegiada, é incontroversa a existência do telefonema entre o Acusado e o investidor poucos momentos antes da negociação. Igualmente é incontroverso que o Acusado soube que o resgate da aplicação

solicitado pelo investidor tinha por finalidade adquirir empreendimento imobiliário relacionado a shopping center.

...

17. Tenho, assim, que somente a certeza de que a Gazit estava adquirindo parte do empreendimento da JHSF e de que tal fato, a partir do momento que se tornasse público, possivelmente repercutiria positivamente na cotação das ações desta Companhia poderia justificar a negociação feita pelo Acusado, com características evidentes de quem negocia de posse de informação privilegiada.

18. Ademais, a par do robusto conjunto probatório, carece de verossimilhança a justificativa para a negociação apresentada pelo Acusado.

...

21. Todas estas evidências demonstram que o caminho decisório apontado pelo Acusado, desde a informação alegadamente incompleta recebida até a pronta decisão de investir com destacada intensidade, não apresenta itinerário racional capaz de ter sido fundamentado na coleta de outras informações públicas disponíveis.

22. Deste modo, a negociação levada a efeito pelo Acusado justifica-se tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o colocou em posição não equitativa em relação aos demais participantes do mercado. Em outras palavras, a única motivação racional para o Acusado comprar quase 20% de todas as ações da JHSF negociadas no dia 10.11.2016 foi o conhecimento de que a Gazit estava adquirindo participação relevante de empreendimento da Companhia.

23. No presente caso, os fatos são tão eloquentes e característicos de uso de informação privilegiada que o compliance do Banco Modal prontamente identificou a operação ilícita e alienou compulsoriamente as ações adquiridas pelo Acusado, de modo a impedir que ele pudesse obter qualquer vantagem pecuniária, bem como comunicou o ocorrido à CVM. Além dos procedimentos relacionados à negociação com as ações, a administração do Banco Modal aplicou punição funcional ao Acusado e posteriormente o desligou da instituição financeira.

24. Por fim, cabe registrar que, embora o Acusado não tenha obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada na negociação das ações na medida em que a operação foi revertida compulsoriamente pelo Banco Modal e as ações da JHSF não se valorizaram logo após a divulgação do fato relevante, a norma de combate ao uso de informação privilegiada tem por finalidade coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida¹⁰.

25. Deste modo, tais circunstâncias não alteram a reprobabilidade da conduta apurada neste processo, pois a configuração do insider trading independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, visto que a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada.

5. Quanto à dosimetria da penalidade aplicada, o Voto do Diretor da CVM esclarece:

26. Por todo o exposto, considerando, de um lado, a primariedade do Acusado, e de outro, a gravidade do ilícito e a violação da relação fiduciária decorrente da posição que ele ocupava, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação de Antônio José Ferreira Borges à penalidade de multa pecuniária de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/197611 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

RECURSO AO CRSFN

6. Intimado da Decisão da CVM em 20/02/2019 (fl. 178 do documento Inteiro Teor), o Recorrente apresentou Recurso Voluntário em 22/03/2019 (fl. 181 do documento Inteiro Teor), onde apresenta as seguintes alegações de defesa, resumidamente:

3. As controvérsias postas tanto no processo administrativo sancionador quanto neste recurso são singelas. Por meio de sua defesa escrita, o recorrente não negou que realizou as operações financeiras descritas no termo de acusação, e ainda reconheceu que, na condição de funcionário do back office do Banco Modal, recebera, no dia 10/11/16, telefonema de representante da empresa Gazit Brasil, solicitando a liquidação de posição junto à instituição financeira.

4. Nesse panorama, cinge-se a controvérsia principal quanto ao teor do diálogo traçado nesse telefonema. Conforme o termo de acusação, o representante do Fundo Gazit teria, na ocasião, informado ao recorrente que o saldo a ser auferido por meio da liquidação financeira solicitada ao Banco Modal se destinaria para a aquisição de participação societária em um shopping center (Shopping Cidade Jardim), pertencente à companhia JHSF Participações S/A, e, por isso, o recorrente teria tido conhecimento pleno sobre a ocorrência e conteúdo do negócio jurídico referente à aquisição desse empreendimento. Por outro lado, segundo a versão do recorrente, o representante da empresa Gazit Brasil teria lhe dito somente que a liquidação visava à aquisição de “mais um shopping center”, sem que lhe tenha sido revelada a identidade da companhia vendedora, ou mesmo identificado de qual shopping center se tratava.

5. A Comissão de Valores Mobiliários considerou inverossímil a explicação apresentada pelo recorrente em sua defesa escrita – segundo a qual não teria chegado a descobrir, com exatidão, a identidade da companhia vendedora, mas, por meio de pesquisas nos gráficos recentes dos papéis negociados em bolsa, emitidos por companhias que centram suas atividades na propriedade e gestão de shopping centers, teria então decidido apostar que se tratava da JHSF Participações S/A. A Comissão alcança essa conclusão com base nos seguintes fundamentos, constantes do voto do Diretor Relator:

...

6. O recorrente dissente das premissas indicadas no voto, acima retratadas, por diversas razões.

7. A uma, porque é incorreto afirmar que a negociação em bolsa, efetuada pelo insurgente para aquisição de papéis de emissão da JHSF, teria ocorrido “em curto período de tempo após o contato telefônico com o investidor”. As ordens de compra dos ativos encontram-se juntadas aos autos (documento eletrônico 0235220) e demonstram que tais aquisições foram transmitidas ao sistema já no final do pregão diário, entre 16h39min (a primeira compra) e 17h17min (a última), ao passo que o telefonema ocorrera ainda na parte da manhã – ou seja, a negociação realizada pelo recorrente não se deu “logo depois”, como equivocadamente afirma a decisão.

8. Ademais, o fato de o recorrente ter aguardado até a undécima hora para efetuar a transação - quase no encerramento do pregão diário (circunstância comprovada pelo horário das ordens de compra juntadas aos autos) - constitui fato que indica por si só que a informação transmitida a ele pelo representante da Gazit Brasil não era completa (porque, assim fosse, não haveria qualquer motivo para que o insurgente aguardasse tanto tempo para efetuar as compras do papel).

9. A duas: ao contrário do que assentado na decisão recorrida, a pesquisa, retratada na defesa escrita do recorrente e que por este fora realizada a fim de tentar identificar qual era a companhia vendedora do shopping que estava sendo comprado pela Gazit, é de fácil realização, não demorando mais do que uma hora para levantar referidas informações e alcançar algumas conclusões. Cumpre salientar, aliás, que a Gazit Brasil, cliente do back office do Banco Modal (onde o recorrente trabalhava na época dos fatos) tem como exclusiva atividade econômica a gestão de shopping centers¹ e, por se tratar do mais importante cliente daquele mesmo banco, o recorrente já era bastante familiarizado com esse mercado (de shopping centers).

10. A três: há uma circunstância que não está sendo considerada na decisão recorrida, qual seja, o fato de que o recorrente registraria pouca ou nenhuma perda financeira com a transação caso sua aposta quanto à identidade do vendedor (a JHSF) estivesse equivocada, porque dificilmente as ações de emissão dessa companhia sofreriam abrupta queda na cotação dentro de um ou dois dias – tempo suficiente para que a informação referente a qual shopping center estava sendo vendido fosse divulgada ao público geral (não só à mídia especializada em mercado de capitais - o investimento, por seu vulto, seria obviamente divulgado à imprensa, qualquer que fosse a companhia vendedora).

11. A quatro: considerado o grande tamanho do aporte financeiro que seria realizado pela Gazit Brasil para essa aquisição (420 milhões de reais - informação da qual o recorrente teve conhecimento), não era plausível que o objeto da compra fosse qualquer shopping em território nacional, mormente para alguém familiarizado com esse mercado nacional, como era o caso do recorrente. Era muitíssimo provável que o shopping a ser adquirido pela Gazit Brasil pertencesse a uma das companhias listadas em bolsa, que recorrentemente vendem participações em empreendimentos específicos

(BRMalls e Iguatemi, por exemplo). Aliás, o insurgente nem chegou a tentar identificar qual dos shoppings existentes era o que seria adquirido, bastando-lhe (i) presumir que, pela vultuosidade do investimento da Gazit, fosse pertencente a alguma companhia listada em bolsa; e (ii) dentre as companhias listadas que atuam nesse ramo (cada uma delas proprietária de diversos shopping centers), qual seria a potencial vendedora. Dentro dessa perspectiva, auxiliou em sua escolha o fato de a JHSF ter sido, pouco tempo antes, alvo de investigações pela Polícia Federal na “Operação Acrônimo”² - valendo lembrar que J. A. N., controlador da JHSF, celebrou acordo de delação premiada com as autoridades apenas um mês depois da venda de parte do shopping Cidade Jardim à Gazit Brasil³.

12. Com efeito, ao contrário do que presumido na decisão recorrida, parecia até fácil, à época dos fatos, descobrir, com as informações incompletas a que o recorrente teve acesso, que a vendedora do shopping seria a JHSF Participações. Trata-se da aposta mais óbvia.

13. A cinco: o recorrente discorda peremptoriamente de uma solução condenatória fundada em indícios quando a prova direta existe, mas não foi produzida por desinteresse ou desídia do órgão acusador. O telefonema pelo qual o representante da Gazit Brasil conversara com o insurgente fora gravado pelo Banco Modal, mas a gravação não lhe é acessível, uma vez que foi demitido do banco (termo de rescisão em 0235227). Por outro lado, essa prova era de fácil acesso pela área de investigação da Comissão de Valores Mobiliários, bastando-lhe solicitá-la à instituição financeira, não sendo admissível que o insurgente seja condenado por mera preguiça de investigar.

14. A seis: uma simples pesquisa na rede mundial de computadores mostra que, ao contrário do que supõe o órgão colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, a informação referente à aquisição de parte do shopping Cidade Jardim vazou ao público antes do envio do correspondente documento informando o fato relevante ao sistema de divulgação da Bovespa (o que ocorreu às 19h18min do dia 10/11/16, conforme documento 0235201). Ora: às 19h23min do mesmo dia, o usuário André já estava divulgando o inteiro teor do fato relevante no portal guiainvest.com.br⁴, não sendo crível que ele estivesse acompanhando a notícia em tempo real sem que houvesse desde antes a expectativa dessa precisa divulgação:

...

15. Ademais, o site da JHSF Participações na internet publicou o fato relevante correlato antes mesmo de enviá-lo ao sistema da Bovespa, não havendo, porém, dados precisos quanto ao horário dessa publicação⁵ (se houvesse, poderia excluir por si só a responsabilidade do recorrente).

16. Desse modo, o insurgente requer seja conhecido e dado provimento ao presente recurso a fim de, reformando a decisão recorrida, absolvê-lo da acusação a ele imputada, porque (i) não merece prevalecer uma condenação baseada em indícios quando existe elemento de prova direta do fato, capaz de elucidá-lo à plenitude, quando esse elemento não restou colacionado aos autos pelo setor de investigação da CVM em razão de desinteresse ou desídia, assim como (ii) não são inverossímeis as explicações enunciadas pelo recorrente em sua defesa escrita.

17. Caso não seja essa a deliberação desse Conselho de Recursos, então espera ao menos seja dado provimento a esta inconformidade para diminuir o quantum de multa aplicada, arbitrada em inexplicáveis R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais). Há vários motivos que conduzem à pretensão de diminuição da multa.

18. A um, porque um dos elementos utilizados pela CVM para arbitramento da penalidade não calha ao caso concreto, qual seja, a suposta “violação da relação fiduciária decorrente da posição que o recorrente ocupava”. Assim foram explicitados os critérios:

Por todo o exposto, considerando, de um lado, a primariedade do Acusado, e de outro, a gravidade do ilícito e a violação da relação fiduciária decorrente da posição que ele ocupava, (...).

19. Ora, ao contrário do que afirmado na decisão, nunca existiu nenhuma relação fiduciária entre o recorrente e a companhia emissora das ações (JHSF Participações); sua relação era com o Banco Modal que, por sua vez, se relacionava com a Gazit Brasil (compradora de parte do shopping, vendida pela JHSF). Desse modo, o insurgente não constituía insider primário (pois não relacionado com a companhia

emissora dos papéis) nem mesmo insider secundário (pois não relacionado com pessoa de algum modo era relacionada com a companhia emissora dos papéis). Com efeito, seu caso representa uma hipótese de “não insider”, como são as pessoas que acessam informações relevantes por mero acaso, sem qualquer dever de fidúcia para com as companhias com papéis negociados em bolsa.

20. A dois: merece ser computada na fixação da multa a circunstância de o recorrente não ter obtido um único centavo de lucro (como informado no documento 0235200) com a operação financeira realizada, uma vez que ela restou obstada pelo Banco Modal logo na abertura do pregão do dia seguinte (documento 0230215). Muito pelo contrário: a ordem de venda compulsória (0235220) revela que houve prejuízo financeiro, uma vez que os ativos foram vendidos por preços menores do que os de compra (em média, R\$1,60 para venda, contra R\$1,62 para compra).

21. A três: além de ter sofrido prejuízo financeiro com a operação, os contornos do caso concreto indicam que se trata, em verdade, de tentativa de uso de informação privilegiada (e não de uso consumado), uma vez que a operação restou obstada pelo sistema de compliance do Banco Modal. O fato de se tratar de tentativa também merece consideração para fixação da multa.

22. A quatro: mais do que prejuízos meramente financeiros, o recorrente sofreu severas punições internas aplicadas pelo Banco Modal: (i) ele foi advertido pelo empregador e suspenso por um dia (documento 0235200); (ii) teve sua conta na corretora bloqueada por seis meses (0235212); (iii) foi, ao final, demitido do banco (0235227). A ruína pessoal também merece ser considerada para diminuição da multa.

23. A cinco: porque a multa aplicada alcança, para o caso de um acusado primário e pessoa natural, 30% (trinta por cento) do teto máximo legal que, à época do fato, era permitido à Comissão de Valores Mobiliários fixar a esse título (R\$500.000,00), conforme art. 11, §1º, da Lei Federal nº. 6.385/766, na redação anterior à da instituída pela Lei Federal nº. 13.506/17. É demasiadamente desproporcional.

24. A seis – e talvez o argumento mais importante: porque, se o recorrente tivesse lucrado com a operação (e sofreu prejuízos), a multa teria como máximo o montante de três vezes o valor da vantagem auferida (art. 11, §1º, do mesmo diploma), o que certamente seria menor do que os R\$150.000,00 ora arbitrados. O recorrente investiu aproximadamente R\$224.000,00 (duzentos e vinte e quatro mil reais) para aquisição das ações emitidas pela JHSF, e mesmo que houvesse uma valorização abrupta de vinte por cento em decorrência da venda de parte do shopping Cidade Jardim à Gazit Brasil (o que já seria bastante elevado, considerada a natureza do fato relevante em questão, não tão relevante assim – as ações, ao final, não tiveram sua cotação impactada por esse negócio), ele auferiria uma vantagem de aproximadamente R\$45.000,00.

25. O curioso é que, se o recorrente tivesse logrado lucro com essa operação, e esse lucro fosse de dez mil reais, o máximo da pena a ser aplicada corresponderia a trinta mil reais – o que bem mostra o caráter desproporcional do quantum de multa aplicada para o caso concreto.

26. Por todas essas razões, requer seja conhecido e dado provimento ao presente recurso a fim de, reformando a decisão recorrida, absolvê-lo da acusação a ele imputada, porque (i) não merece prevalecer uma condenação baseada em indícios quando existe elemento de prova direta do fato, capaz de elucidá-lo à plenitude, quando esse elemento não restou colacionado aos autos pelo setor de investigação da CVM em razão de desinteresse ou desídia, assim como (ii) não são inverossímeis as explicações enunciadas pelo recorrente em sua defesa escrita.

27. Caso não seja esse o entendimento desse Conselho, requer então seja dado provimento à presente inconformidade, a fim de diminuir o quantum de multa aplicada.

É o relatório.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 02/09/2019, às 14:58, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº](#)



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 **3780937** e o código CRC **F256EB5A**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100226/2019-53

Processo na primeira instância CRSFN-CVM 19957.001692/2017-99

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Uso indevido de informação privilegiada. Recurso conhecido e desprovido.

VOTO DO RELATOR

OBJETO

1. Trata-se de analisar Recurso Voluntário do Sr. ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES em processo administrativo sancionador (PAS) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar eventual responsabilidade de por uso indevido de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.
2. O PAS resultou na aplicação pela CVM, em 1ª instância, de penalidade de MULTA de R\$150.000,00 ao Recorrente.

PRELIMINARES

3. Não se identifica óbice quanto à admissibilidade do Recurso Voluntário, tendo em vista que foi apresentado tempestivamente, pois o Recorrente foi intimado da Decisão da CVM em 20/02/2019 (fl. 178 do documento Inteiro Teor) e apresentou Recurso Voluntário em 22/03/2019 (fl. 181 do documento Inteiro Teor).
4. Relativamente aos prazos prescricionais, entendo que os documentos trazidos aos autos evidenciam que não houve prescrição, intercorrente ou ordinária. A seguir, listo conjunto de fatos/documentos (não exaustivos) que comprovam este posicionamento:
 - (i) 10/11/2016 - Contato telefônico em que o Recorrente recebeu informações;
 - (ii) 10/11/2016 - Fato Relevante;

- (iii) 29/11/2016 - Correspondência do banco informando a ocorrência;
- (iv) 02/03/2017 - Termo de Acusação;
- (v) 04/12/2018 - Sessão de julgamento na CVM;
- (vi) 29/08/2019 - distribuição no CRSFN.

MÉRITO

5. Quanto à origem do processo administrativo sancionador, o Relatório do Diretor Relator da CVM esclarece:

2. O presente processo teve origem em correspondência enviada, em 29.11.2016, pela Modal DTVM Ltda. (“Modal DTVM” ou “Distribuidora”) a esta CVM na qual informou possível atuação ilícita de Antônio Borges, então funcionário da área de back office do Banco Modal S.A. (“Banco Modal” ou “Banco”), conforme fatos apurados pelo Comitê de Compliance (“Comitê”) do Banco e a seguir descritos (Doc. SEI nº 0235200):

- i) “O Banco Modal é administrador do Fundo de Investimento Multimercado Norstar Crédito Privado” (“Norstar FIM”).
- ii) Em 10.11.2016, investidor do Norstar FIM teria entrado em contato por telefone com Antônio Borges, funcionário do back office do Modal, informando que pretendia amortizar cotas do referido fundo para realizar a aquisição de percentual minoritário de shopping center de propriedade da JHSF.
- iii) De posse dessa informação, Antônio Borges, “supondo que a aquisição pretendida pelo cliente poderia trazer uma valorização da ação JHSF3 nos dias seguintes, realizou operação em sua conta junto a Modal DTVM, tendo realizado a aquisição de 140 mil ações ordinárias de JHSF3, equivalente a R\$224.083,00”.
- iv) Na manhã seguinte, após a divulgação pela JHSF do fato relevante que informou a aquisição de parte do Shopping Cidade Jardim pelo grupo econômico da Gazit Brasil (“Gazit”), cotista do Norstar FIM, a movimentação com ações da JHSF realizada por Antônio Borges teria sido identificada e classificada como contrária à política interna do Banco.
- v) No mesmo dia, o Comitê de Compliance do Banco teria (i) aplicado advertência a Antônio Borges; (ii) zerado compulsoriamente a aquisição de ações da JHSF, sem nenhum ganho financeiro para o funcionário; (iii) “congelamento” da carteira de ativos dele e proibição a negociar nos próximos seis meses; (iv) suspensão de um dia de trabalho.
- vi) O Comitê teria ainda feito comunicado a todos os funcionários reforçando o cumprimento de seu Código de Ética.

6. Relativamente ao mérito, entendo que a Decisão da CVM não carece de reparos. O processo traz um conjunto substancial de elementos que apontam a autoria e materialidade das irregularidades.

7. Relativamente aos argumentos trazidos no Recurso Voluntário, faço as seguintes considerações:

(i) Quanto aos argumentos relacionados às premissas dos itens 16 a 20 do Voto do Diretor Relator da CVM:

(a) Relativamente à alegação de que:

7. A uma, porque é incorreto afirmar que a negociação em bolsa, efetuada pelo insurgente para aquisição de papéis de emissão da JHSF, teria ocorrido “em curto período de tempo após o contato telefônico com o investidor”. As ordens de compra dos ativos encontram-se juntadas aos autos (documento eletrônico 0235220) e demonstram que tais aquisições foram transmitidas ao sistema já no final do pregão diário, entre 16h39min (a primeira compra) e 17h17min (a última), ao passo que o telefonema ocorrera ainda na parte da manhã – ou seja, a negociação realizada pelo recorrente não se deu “logo depois”, como equivocadamente afirma a decisão.

8. Ademais, o fato de o recorrente ter aguardado até a undécima hora para efetuar a transação - quase no encerramento do pregão diário (circunstância comprovada pelo horário das ordens de compra juntadas aos autos) - constitui fato que indica por si só que a informação transmitida a ele pelo representante da Gazit Brasil não era completa (porque, assim fosse, não haveria qualquer motivo para que o insurgente aguardasse tanto tempo para efetuar as compras do papel).

Relativamente à alegação de que a operação não ocorreu em curto período de tempo, observo que o Acusado efetuou a negociação no mesmo dia em que recebeu a notícia, adquirindo uma quantidade de ações, das quais nunca havia negociado antes, em valor representativo para seu poder aquisitivo (mais de R\$ 200 mil reais para um funcionário que recebeu R\$8.910 no mês anterior ao afastamento – vide fl. 57 do doc. Inteiro Teor), ou seja, entendo que a alegação não deve prosperar, pois os elementos dos autos indicam que houve uma decisão importante para o Acusado num curto espaço de tempo. Além disso, nos argumentos trazidos a seguir o Acusado informa que precisou de menos de uma hora para alcançar as conclusões. Assim, há uma evidente contradição entre a alegação da defesa na 1ª instância de que a análise “demandaria bastante tempo” (vide item 20 do Voto da CVM) e a alegação agora oferecida.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(b) Relativamente à alegação de que:

9. A duas: ao contrário do que assentado na decisão recorrida, a pesquisa, retratada na defesa escrita do recorrente e que por este fora realizada a fim de tentar identificar qual era a companhia vendedora do shopping que estava sendo comprado pela Gazit, é de fácil realização, não demorando mais do que uma hora para levantar referidas informações e alcançar algumas conclusões. Cumpre salientar, aliás, que a Gazit Brasil, cliente do back office do Banco Modal (onde o recorrente trabalhava na época dos fatos) tem como exclusiva atividade econômica a gestão de shopping centers¹ e, por se tratar do mais importante cliente daquele mesmo banco, o recorrente já era bastante familiarizado com esse mercado (de shopping centers).

A respeito, entendo que a alegação de que o Recorrente fez a identificação da companhia vendedora do shopping num curto espaço de tempo indica o acerto da Decisão da CVM, pois fica caracterizado que as informações telefônicas prestadas foram suficientes e completas. Assim, a alegação trazida pelo Recorrente para caracterizar que a decisão de investimento não ocorreu num curto período de tempo, além de não caracterizar o contrário, é evidência de que o Recorrente possuía informações que permitiram que atuasse com assimetria de informações com o mercado, utilizando de meios indevidos.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(c) Relativamente à alegação de que:

10. A três: há uma circunstância que não está sendo considerada na decisão recorrida, qual seja, o fato de que o recorrente registraria pouca ou nenhuma perda financeira com a transação caso sua aposta quanto à identidade do vendedor (a JHSF) estivesse equivocada, porque dificilmente as ações de emissão dessa companhia sofreriam abrupta queda na cotação dentro de um ou dois dias – tempo suficiente para que a informação referente a qual shopping center estava sendo vendido fosse divulgada ao público geral (não só à mídia especializada em mercado de capitais - o investimento, por seu vulto, seria obviamente divulgado à imprensa, qualquer que fosse a companhia vendedora).

A respeito, entendo que o Recorrente informa que não havia risco em sua empreitada, uma vez que, mesmo que a informação privilegiada se revelasse imprecisa, não teria perda com o encerramento da posição tomada.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(d) Relativamente à alegação de que:

11. *A quatro: considerado o grande tamanho do aporte financeiro que seria realizado pela Gazit Brasil para essa aquisição (420 milhões de reais - informação da qual o recorrente teve conhecimento), não era plausível que o objeto da compra fosse qualquer shopping em território nacional, mormente para alguém familiarizado com esse mercado nacional, como era o caso do recorrente. Era muitíssimo provável que o shopping a ser adquirido pela Gazit Brasil pertencesse a uma das companhias listadas em bolsa, que recorrentemente vendem participações em empreendimentos específicos (BRMalls e Iguatemi, por exemplo). Aliás, o insurgente nem chegou a tentar identificar qual dos shoppings existentes era o que seria adquirido, bastando-lhe (i) presumir que, pela vultuosidade do investimento da Gazit, fosse pertencente a alguma companhia listada em bolsa; e (ii) dentre as companhias listadas que atuam nesse ramo (cada uma delas proprietária de diversos shopping centers), qual seria a potencial vendedora. Dentro dessa perspectiva, auxiliou em sua escolha o fato de a JHSF ter sido, pouco tempo antes, alvo de investigações pela Polícia Federal na “Operação Acrônimo”² - valendo lembrar que J. A. N., controlador da JHSF, celebrou acordo de delação premiada com as autoridades apenas um mês depois da venda de parte do shopping Cidade Jardim à Gazit Brasil³.*

12. *Com efeito, ao contrário do que presumido na decisão recorrida, parecia até fácil, à época dos fatos, descobrir, com as informações incompletas a que o recorrente teve acesso, que a vendedora do shopping seria a JHSF Participações. Trata-se da aposta mais óbvia.*

A respeito, o argumento trazido pelo Recorrente indica que as informações fornecidas foram suficientes para que o mesmo atuasse em condições de assimetria de informações, por sua posição na negociação do resgate do Fundo, confirmando o posicionamento da CVM.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(e) Relativamente à alegação de que:

13. *A cinco: o recorrente discorda peremptoriamente de uma solução condenatória fundada em indícios quando a prova direta existe, mas não foi produzida por desinteresse ou desídia do órgão acusador. O telefonema pelo qual o representante da Gazit Brasil conversara com o insurgente fora gravado pelo Banco Modal, mas a gravação não lhe é acessível, uma vez que foi demitido do banco (termo de rescisão em 0235227). Por outro lado, essa prova era de fácil acesso pela área de investigação da Comissão de Valores Mobiliários, bastando-lhe solicitá-la à instituição financeira, não sendo admissível que o insurgente seja condenado por mera preguiça de investigar.*

A respeito, a própria defesa denota que as informações foram suficientes para que o mesmo operasse em assimetria de informações com o mercado por sua posição na negociação das cotas do Fundo. Além disso, a acusação traz conjunto de elementos mais que suficientes para fundamentar pela conclusão de autoria e materialidade das irregularidades, além de qualquer dúvida razoável.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(f) Relativamente à alegação de que:

14. *A seis: uma simples pesquisa na rede mundial de computadores mostra que, ao contrário do que supõe o órgão colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, a informação referente à aquisição de parte do shopping Cidade Jardim vazou ao público antes do envio do correspondente documento informando o fato relevante ao sistema de divulgação da Bovespa (o que ocorreu às 19h18min do dia 10/11/16, conforme documento 0235201). Ora: às 19h23min do mesmo dia, o usuário André já estava divulgando o inteiro teor do fato relevante no portal guiainvest.com.br⁴, não sendo crível que ele estivesse acompanhando a notícia em tempo real sem que houvesse desde antes a expectativa dessa precisa divulgação:*

...

A respeito, observo que a citada notícia, publicada às 19h23m, é posterior à divulgação do fato relevante, publicado às 19h18m, não servindo de prova de que o mercado sabia do evento antes da devida divulgação. Além disso, a irregularidade se caracteriza com o conhecimento e utilização indevida da informação.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(g) Relativamente à alegação de que:

15. Ademais, o site da JHSF Participações na internet publicou o fato relevante correlato antes mesmo de enviá-lo ao sistema da Bovespa, não havendo, porém, dados precisos quanto ao horário dessa publicação⁵ (se houvesse, poderia excluir por si só a responsabilidade do recorrente).

A respeito, observo que a publicação indicada na nota de rodapé não traz indicação do horário de divulgação, não se prestando a comprovar a tese do Recorrente.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(h) Relativamente à alegação de que:

16. Desse modo, o insurgente requer seja conhecido e dado provimento ao presente recurso a fim de, reformando a decisão recorrida, absolvê-lo da acusação a ele imputada, porque (i) não merece prevalecer uma condenação baseada em indícios quando existe elemento de prova direta do fato, capaz de elucidá-lo à plenitude, quando esse elemento não restou colacionado aos autos pelo setor de investigação da CVM em razão de desinteresse ou desídia, assim como (ii) não são inverossímeis as explicações enunciadas pelo recorrente em sua defesa escrita.

A respeito, observo que a CVM trouxe um conjunto robusto de elementos que indicam a ocorrência da irregularidade além de qualquer dúvida razoável. Além disso, o Recorrente não trouxe elementos que pudessem descaracterizar a acusação.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(ii) Quanto aos argumentos relacionados à penalidade aplicada ao Recorrente:

(a) Relativamente à alegação de que:

17. Caso não seja essa a deliberação desse Conselho de Recursos, então espera ao menos seja dado provimento a esta inconformidade para diminuir o quantum de multa aplicada, arbitrada em inexplicáveis R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais). Há vários motivos que conduzem à pretensão de diminuição da multa.

18. A um, porque um dos elementos utilizados pela CVM para arbitramento da penalidade não calha ao caso concreto, qual seja, a suposta “violação da relação fiduciária decorrente da posição que o recorrente ocupava”. Assim foram explicitados os critérios:

Por todo o exposto, considerando, de um lado, a primariedade do Acusado, e de outro, a gravidade do ilícito e a violação da relação fiduciária decorrente da posição que ele ocupava, (...).

19. Ora, ao contrário do que afirmado na decisão, nunca existiu nenhuma relação fiduciária entre o recorrente e a companhia emissora das ações (JHSF Participações); sua relação era com o Banco Modal que, por sua vez, se relacionava com a Gazit Brasil (compradora de parte do shopping, vendida pela JHSF). Desse modo, o insurgente não constituía insider primário (pois não relacionado com a companhia emissora dos papéis) nem mesmo insider secundário (pois não relacionado com pessoa de algum modo era relacionada com a companhia emissora dos papéis). Com efeito, seu caso representa uma hipótese de “não insider”, como são as pessoas que acessam informações relevantes por mero acaso, sem qualquer dever de fidúcia para com as companhias com papéis negociados em bolsa.

A respeito, reitero o Voto do Diretor Relator da CVM, que esclarece:

7. Antes de adentrar a análise da dinâmica dos fatos, destaco inicialmente que a vedação ao uso de informação privilegiada pelos insiders secundários ou de mercado, isto é, aqueles que não têm relação com a companhia emissora de valores mobiliários, está estabelecida no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e regulamentada no art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, a seguir transcritos:

Art. 155, §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.

Art. 13, §1º. A mesma vedação [de negociar com valores mobiliários] aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(b) Relativamente à alegação de que:

20. A dois: merece ser computada na fixação da multa a circunstância de o recorrente não ter obtido um único centavo de lucro (como informado no documento 0235200) com a operação financeira realizada, uma vez que ela restou obstada pelo Banco Modal logo na abertura do pregão do dia seguinte (documento 0230215). Muito pelo contrário: a ordem de venda compulsória (0235220) revela que houve prejuízo financeiro, uma vez que os ativos foram vendidos por preços menores do que os de compra (em média, R\$1,60 para venda, contra R\$1,62 para compra).

A respeito, observo que o resultado de lucro não foi atingido, embora a finalidade de auferir vantagem tenha sido demonstrada. Assim, o argumento não auxilia o Recorrente.

A respeito, também vale reproduzir trecho do Voto do Diretor da CVM:

24. Por fim, cabe registrar que, embora o Acusado não tenha obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada na negociação das ações na medida em que a operação foi revertida compulsoriamente pelo Banco Modal e as ações da JHSF não se valorizaram logo após a divulgação do fato relevante, a norma de combate ao uso de informação privilegiada tem por finalidade coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida¹⁰.

25. Deste modo, tais circunstâncias não alteram a reprovabilidade da conduta apurada neste processo, pois a configuração do insider trading independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, visto que a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(c) Relativamente à alegação de que:

21. A três: além de ter sofrido prejuízo financeiro com a operação, os contornos do caso concreto indicam que se trata, em verdade, de tentativa de uso de informação privilegiada (e não de uso consumado), uma vez que a operação restou obstada pelo sistema de compliance do Banco Modal. O fato de se tratar de tentativa também merece consideração para fixação da multa.

A respeito, entendo que a informação foi utilizada e a operação de compra efetivada, sendo revertidas, posteriormente, por determinação do compliance. Este procedimento demonstra que o acusado efetuou as operações irregulares e somente não conseguiu atingir intenção de lucro devido à atuação, posterior, das áreas de controle.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(d) Relativamente à alegação de que:

22. A quatro: mais do que prejuízos meramente financeiros, o recorrente sofreu severas punições internas aplicadas pelo Banco Modal: (i) ele foi advertido pelo empregador e suspenso por um dia (documento 0235200); (ii) teve sua conta na corretora bloqueada por seis meses (0235212); (iii) foi, ao final, demitido do banco (0235227). A ruína pessoal também merece ser considerada para diminuição da multa.

A respeito, entendo que a dosimetria aplicada já incluiu elemento que poderia ser considerado como atenuante: a primariedade, não havendo elementos que evidenciem necessidade de ajuste na pena aplicada.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(e) Relativamente à alegação de que:

23. A cinco: porque a multa aplicada alcança, para o caso de um acusado primário e pessoa natural, 30% (trinta por cento) do teto máximo legal que, à época do fato, era permitido à Comissão de Valores Mobiliários fixar a esse título (R\$500.000,00), conforme art. 11, §1º, da Lei Federal nº. 6.385/766, na redação anterior à da instituída pela Lei Federal nº. 13.506/17. É demasiadamente desproporcional.

A respeito, entendo que a dosimetria aplicada é compatível com a gravidade dos fatos. Além disso, acompanho o Voto do Diretor Relator da CVM, que esclarece:

26. Por todo o exposto, considerando, de um lado, a primariedade do Acusado, e de outro, a gravidade do ilícito e a violação da relação fiduciária decorrente da posição que ele ocupava, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação de Antônio José Ferreira Borges à penalidade de multa pecuniária de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/197611 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(f) Relativamente à alegação de que:

24. A seis – e talvez o argumento mais importante: porque, se o recorrente tivesse lucrado com a operação (e sofreu prejuízos), a multa teria como máximo o montante de três vezes o valor da vantagem auferida (art. 11, §1º, do mesmo diploma), o que certamente seria menor do que os R\$150.000,00 ora arbitrados. O recorrente investiu aproximadamente R\$224.000,00 (duzentos e vinte e quatro mil reais) para aquisição das ações emitidas pela JHSF, e mesmo que houvesse uma valorização abrupta de vinte por cento em decorrência da venda de parte do shopping Cidade Jardim à Gazit Brasil (o que já seria bastante elevado, considerada a natureza do fato relevante em questão, não tão relevante assim – as ações, ao final, não tiveram sua cotação impactada por esse negócio), ele auferiria uma vantagem de aproximadamente R\$45.000,00.

25. O curioso é que, se o recorrente tivesse logrado lucro com essa operação, e esse lucro fosse de dez mil reais, o máximo da pena a ser aplicada corresponderia a trinta mil reais – o que bem mostra o caráter desproporcional do quantum de multa aplicada para o caso concreto.

A respeito, observo que a dosimetria aplicada obedece a legislação vigente e é compatível com a gravidade dos fatos e com os valores envolvidos, fazendo com que fiquem desestimuladas práticas similares, sendo educativa.

Dessa forma, o argumento não auxilia a defesa.

(g) Relativamente à alegação de que:

26. Por todas essas razões, requer seja conhecido e dado provimento ao presente recurso a fim de, reformando a decisão recorrida, absolvê-lo da acusação a ele imputada, porque (i) não merece prevalecer uma condenação baseada em indícios quando existe elemento de prova direta do fato, capaz de elucidá-lo

à plenitude, quando esse elemento não restou colacionado aos autos pelo setor de investigação da CVM em razão de desinteresse ou desídia, assim como (ii) não são inverossímeis as explicações enunciadas pelo recorrente em sua defesa escrita.
27. Caso não seja esse o entendimento desse Conselho, requer então seja dado provimento à presente inconformidade, a fim de diminuir o quantum de multa aplicada.

Tendo em vista que os argumentos trazidos foram enfrentados e não auxiliam o Recorrente, entendo que a Decisão da CVM deve ser mantida na íntegra.

CONCLUSÃO

8. Diante do exposto, voto por:

(i) com relação ao recorrente ANTÔNIO JOSÉ FERREIRA BORGES, pelo uso indevido de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/202, conhecer do Recurso mas **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de MULTA no valor de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais)

É o voto.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 24/09/2019, às 18:27, 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 **3794749** e o código CRC **98041D2A**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100226/2019-53

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2017/863

Relator: **ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO**

Ementa: RECURSO VOLUNTÁRIO. Provimento do Recurso com a redução da multa pecuniária.

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

A presente Declaração de Voto é voltada a apresentar uma divergência com relação ao voto do ilustre Relator com relação à dosimetria da pena, concordando com a elogiável lógica desenvolvida quanto ao mérito.

Inicialmente, cabe apontar que a Corretora que intermediou a operação agiu de forma acertada quando detectou a irregularidade e atuou no encerramento da posição que julgou irregular com a eliminação completa do lucro que poderia ter decorrido da ação, além de diversas outras medidas restritivas de negociação no mercado e pecuniária.

Da mesma forma, é importante ressaltar que a Corretora também se mostrou diligente ao informar a irregularidade à CVM, que conduziu um processo de investigação para a verificação do ocorrido, tendo todos esses procedimentos sido tomados de forma tempestiva e acertada para a identificação dos indícios de ocorrência de *insider trading*.

Concordo plenamente com o voto do Relator Antônio Augusto quanto ao mérito, apontando para confirmação da existência de fortes indícios de *insider trading* e para a necessidade da aplicação de uma multa que seja punitiva e educativa o investidor com operação irregular, o Recorrente, mas que seja também educativa e um alerta para outros que se sentirem estimulados desta prática de *insider trading*.

Quanto à dosimetria, entretanto, eu julgo ter sido imposta com um valor exagerado. Meu posicionamento tem como fundamentação o fato de que uma operação com valor de R\$227.001,00 necessitaria de um ganho de 22,3% para produzir o valor da multa de R\$150.000,00, com a aplicação da regra de três vezes o lucro potencial (uma vez que o Recorrente não teve lucro na operação e o resultado potencial deve ser estimado para servir como base de cálculo da multa pecuniária).

Para a reforma da dosimetria, eu calculo ser mais justa uma redução do valor da multa a um terço do valor aplicado, R\$50.000,00, por considerar que um lucro de aproximadamente 7,5% seria um resultado financeiro esperado mais razoável de ser estimado e que o valor da multa aplicada supera, em muito, à regra aplicada a outros casos semelhantes, ganhando uma característica confiscatória e não educativa, como seria de se esperar.

Desta forma, **VOTO pela reforma da multa pecuniária a ser aplicada, no valor de R\$50.000,00.**

É o voto.

ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Affonso Mendonça, Conselheiro(a)**, em 30/09/2019, às 10:57, 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

