



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

415ª Sessão

Processo 10372.100240/2017-95

Processo na primeira instância CVM RJ2014/6225

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: MARCUS VINÍCIUS BOTREL BERTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

ADVOGADO: RAFAEL SANTIAGO SALLES (OAB/RJ 106.925)

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. CVM. Companhia aberta. Responsabilidade do DRI. Oscilação atípica de ações. Irregularidade não caracterizada. Publicação de fato relevante feita pela Companhia satisfaz as exigências da norma de regência. Recurso provido.

ACÓRDÃO CRSFN 168/2018

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

1. conhecer do recurso, por unanimidade, com base no voto da Relatora; e
2. com relação ao recorrente MARCUS VINÍCIUS BOTREL BERTO, pela acusação de não divulgação de fato relevante, nos dias 13 e 14.8.2013, sobre a existência de tratativas entre a Companhia e a EIG Management Company LLC ("EIG"), quando da ocorrência de oscilações atípicas nas cotações, quantidade de negócios e volume negociado das ações ordinárias de emissão da Companhia, **dar provimento** ao recurso, por maioria, nos termos do voto do Conselheiro João Batista de Moraes, convolvando a penalidade de multa, no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) em arquivamento, vencidos a Conselheira-Relatora e o Conselheiro Sérgio Cipriano dos Santos, que votaram pelo seu desprovimento.

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius, Sérgio Cipriano dos Santos, João Batista de Moraes (art. 19, do RICRSFN), Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano, Ana Maria Imbiriba Corrêa e Ana Paula Zanetti de Barros Moreira. Declaração de suspeição pelo Conselheiro Francisco Papellás Filho. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do art. 15 do Regimento Interno do CRSFN.

Brasília, 24 de julho de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 03/10/2018, às 16:02, 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 **1025617** e o código CRC **B876B42E**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso

Processo 10372.100240/2017-95

Processo na primeira instância CVM RJ2014/6225

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTE: MARCUS VINICIUS BOTREL BERTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

RELATÓRIO

I. Acusação

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) para apurar a responsabilidade do acionista controlador e de administradores da Prumo Logística S.A.^[1] (“Prumo”), por infração ao parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/20021, c/c art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/762, em razão da não divulgação de fato relevante, nos dias 13 e 14.8.2013 sobre a existência de tratativas entre a Companhia e a EIG Management Company LLC (“EIG”), quando da ocorrência de oscilações atípicas nas cotações, quantidade de negócios e volume negociado das ações ordinárias de emissão da Companhia.

2. Após a sessão de julgamento do presente processo, apenas o Diretor de Relações com Investidores, Marcus Vinícius Botrel Berto, foi condenado pela prática da infração mencionada.

3. No Termo de Acusação (fls. 295/321), foi apontada a ocorrência dos seguintes fatos:

- Em 25.6.2013, a Prumo divulgou fato relevante^[2] informando que havia contratado assessores financeiros para avaliar eventuais oportunidades de negócios e operações societárias envolvendo os ativos da Companhia e seus valores mobiliários;
- Em 14.8.2013, após o encerramento do pregão da BMF&BOVESPA, a Prumo divulgou novo fato relevante, informando a assinatura, pela Companhia e por seu controlador, Eike Fuhrken Batista, de Termo de Compromisso com a EIG, pelo qual este grupo participaria de aumento de capital social da Companhia mediante subscrição privada de ações, no valor de R\$ 1,3 bilhão;
- A Prumo informou que o DRI, Marcus Vinicius Botrel Berto, teve ciência das negociações com o Grupo EIG em 18.7.2013, e que entre a publicação do fato relevante de 25.6.2013 e a divulgação do contrato, a Companhia foi objeto de diversas reportagens com rumores e especulações, mas nenhuma delas sobre o contrato a ser firmado com a EIG;
- previamente ao aviso de fato relevante divulgado em 14.8.2013, ocorreram as seguintes oscilações relacionadas às ações de emissão da Companhia:
 - i. +17,27% e +17,25% na cotação das ações ordinárias em 13.8.2013 e 14.8.2013;
 - ii. +58,27% e +116,96% na quantidade de ações negociadas em 13.8.2013 e 14.8.2013;
 - iii. +75,88% e +162,25% no volume financeiro observado em 13.8.2013 e 14.8.2013; e
 - iv. +31,18% e +86,76% no número de negócios realizados com as ações ordinárias em 13.8.2013 e 14.8.2013, respectivamente.

4. Diante desses fatos, concluiu-se que:

- Em virtude do disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, “As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”;
- Nesse sentido, as oscilações atípicas de preço e quantidade ocorridas com os papéis de emissão da Prumo, nos dias 13 e 14.8.2013, e de volume negociado, no dia 14.8.2013, evidenciavam a necessidade de imediata divulgação de fato relevante, informando o mercado a respeito da existência das tratativas com o Grupo EIG;
- Apesar de não haver, nos autos, reportagens oriundas da mídia convencional, mencionando as tratativas entre a Prumo e o Grupo EIG que indicassem que a informação teria escapado ao controle da Companhia, ocorreu a divulgação em perfil do *Twitter*, às 13h18min do dia 13.8.2013, do possível anúncio de venda da Prumo a ser realizado no dia seguinte. Às 08h04min do dia 14.8.2013, o mesmo perfil escreveu que “*quem comprou a LLX foi... EIG Global Partners e Mubadala*”;
- As oscilações mencionadas foram divulgadas por diferentes veículos de imprensa, noticiando as altas nas ações da Prumo naqueles dias, e cujas matérias teriam sido distribuídas aos administradores pelo serviço de clipping contratado pela Companhia (fls. 317/318).

5. Assim, a área técnica da CVM entendeu que Marcus Botrel, ciente das negociações entre a Prumo e o Grupo EIG em 18.7.2013, era, na qualidade de diretor de relações com investidores, o responsável pelo acompanhamento diário da evolução das ações de emissão da Companhia e deveria ter divulgado a existência das referidas tratativas, pelo menos desde o dia 13.8.2013.

II. Defesa

6. Devidamente intimado, Marcus Botrel apresentou defesa (fls. 612/634), onde alegou que:

- A Acusação deixou de observar o disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, pois, após ter se manifestado, houve manifestação da SMI a respeito das oscilações ocorridas com as ações de emissão da Companhia nos dias 13 e 14.8.2013. Assim, deveria ter sido novamente intimado a se manifestar, quando então poderia ter esclarecido que as referidas oscilações não foram atípicas;
- Apesar de deter um valioso e promissor ativo em construção (o Porto do Açu), a Companhia sofreu forte impacto negativo[3], com reflexo na cotação de suas ações. Em 2012, a cotação havia alcançado R\$3,40 por ação (com média anual em 2012 de R\$2,46 por ação), mas chegou a valer R\$0,55 por ação em 12.7.2013, registrando-se, desse modo, uma redução de mais de 80%;
- Com a divulgação do fato relevante em 25.06.2013, os investidores e o mercado foram adequadamente informados sobre a existência de negociações com terceiros e de que alguma operação societária relevante poderia acontecer em breve, gerando, assim, a expectativa de que voltariam a ser informados apenas no momento em que tais negociações chegassem a termo;
- O fato relevante foi publicado após o encerramento do pregão da BM&FBOVESPA, nos termos do art. 5º da Instrução CVM nº 358/2002. Assim, a Companhia agiu corretamente, em linha com precedente da CVM[4], ao divulgar, em 25.6.2013, o início das negociações, e, posteriormente, a assinatura do Termo de Compromisso, ao fim do pregão de 14.8.2013;
- Entre as datas dos dois fatos relevantes não havia o que divulgar, pois existiam apenas meras expectativas[5] que, se divulgadas, colocariam em risco a concretização do negócio, bem como seriam prejudiciais ao mercado, dada a expressiva volatilidade das ações e as variadas especulações que pairavam sobre os negócios da Companhia;
- Antes da assinatura do Termo de Compromisso faltava, à negociação com a EIG, a concretude necessária à sua divulgação obrigatória, nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Do mesmo modo, seria despropositada a divulgação durante o pregão de 14.8.2013 de que o conselho havia aprovado a assinatura de termo de compromisso ainda em negociação com o Grupo EIG, ou que a Companhia estava mais perto de fechar acordo com o Grupo EIG do que com outros potenciais investidores;
- As oscilações observadas na negociação das ações da Prumo nos dias 13.8.2013 e 14.8.2013 não poderiam ser consideradas atípicas, já que todos esses pregões estavam inseridos em um período de alta volatilidade (fls. 19/20). Nesse tocante, o histórico da cotação das ações, nos meses de janeiro a setembro de 2013, apresenta oscilações tão relevantes quanto às ocorridas em 13.8.2013 e 14.8.2013, e, no período que antecedeu a assinatura do acordo com a EIG, aconteciam oscilações quase que diárias, por conta de toda sorte de especulações acerca da Companhia e do grupo X;
- Nem a BMF&BOVESPA nem a CVM chegaram a oficializar a Companhia para que esta se pronunciasse imediatamente sobre as oscilações dos dias 13.8.2013 e 14.8.2013, procedimento comumente adotado no âmbito do convênio de cooperação existente entre ambas;
- O perfil da rede social Twitter, apontado pela SEP como indício de vazamento da informação, não tinha visibilidade capaz de causar repercussão da notícia, nem apresentava qualquer credibilidade, pois divulgou informação equivocada, parecendo muito mais especulação do que vazamento;
- A Acusação se utilizou da Nota Explicativa CVM nº 28/1984, já revogada;
- Instrução CVM nº 358/2002 não possui determinação específica quanto à conduta a ser adotada pelas companhias no caso de rumores;
- A Política de Divulgação da Companhia proibia qualquer comentário sobre rumores no mercado;
- A volatilidade dos papéis também pode estar relacionada ao preço baixo das ações da Prumo, menos de R\$1,00, que fazia com que qualquer rumor ou especulação fosse capaz de provocar variação significativa, o que dificultava sua caracterização como oscilação atípica.

III. Decisão

7. Encerrada a instrução do processo administrativo sancionador, a Comissão de Valores Mobiliários, em 18.04.2017, nos termos do voto do Diretor Pablo Renteria (fls. 774/790), entendeu que:

- não houve prejuízo ao acusado por suposta inobservância ao art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, pois, uma vez intimado para a apresentação de sua defesa, teve acesso integral aos autos e oportunidade para contestar o Termo de Acusação e requerer a produção das provas que considerasse pertinentes;
- o dever previsto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002 tem por efeito obrigar o diretor de relações com investidores a dotar-se dos meios necessários ao efetivo monitoramento das negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia aberta, inclusive mediante a adoção de critério minimamente objetivo para discernir as oscilações atípicas das típicas. De outro modo, especialmente em relação às ações que apresentam expressiva volatilidade histórica, como era o caso da Prumo, o cumprimento do disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002 restaria inviabilizado;
- A metodologia utilizada na acusação para verificação de oscilações atípicas foi razoável e conservadora, uma vez que só considera atípica a oscilação que extrapola o intervalo de 95,44% da distribuição normal^[6];
- Não prospera o argumento dos acusados de que as *penny stocks*, por serem negociadas a preços pequenos, expõem-se ordinariamente a maior volatilidade, não sendo, portanto, possível coligir o caráter atípico das oscilações nos dias 13 e 14 de agosto, uma vez que a detecção de oscilação atípica leva em consideração a volatilidade histórica do papel. Ademais, ainda que fosse acolhido, o argumento não explicaria as flutuações registradas na quantidade de ações e no volume financeiro negociado nos aludidos pregões;
- A ausência de atuação preventiva por parte do regulador e do autorregulador não exime os administradores de companhia aberta do cumprimento de seus deveres regulamentares. Também não afasta a possibilidade de a CVM apurar posteriormente os fatos e apresentar, em sede de processo administrativo sancionador, suas conclusões sobre a regularidade da conduta dos administradores;
- Assim, resta configurada a hipótese, prevista no parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002, de divulgação imediata de fato relevante até então mantido sob sigilo pela administração da Companhia.

8. Sobre a responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores, o voto do relator entendeu que:

- É entendimento pacífico da autarquia que não se exige a formalização do consenso entre as partes para que se considere fato relevante, sujeito à divulgação, a intenção, manifestada pela prática de atos concretos, de celebrar ato jurídico com terceiro, que possa influir de modo ponderável nos negócios sociais. Sendo assim, as informações de que dispunha a administração da Prumo, no dia 13.8.2013, acerca do estágio das negociações iniciadas em 25 de junho daquele ano, eram passíveis de divulgação ao mercado por meio de aviso de fato relevante^[7];
- No período compreendido entre 25 de junho e 13 de agosto de 2013, as negociações conduzidas pela administração da Companhia, com vistas a atrair recursos de novo investidor, desenvolveram-se significativamente. Em particular, as tratativas com a EIG, iniciadas em 18 de julho, logo após a assinatura de termo de confidencialidade, se intensificaram a partir de 30 de julho e, no dia 13 de agosto, se encontravam em estágio avançado. Tanto é assim que, nesse dia, o conselho de administração foi convocado para reunião a ser realizada no dia seguinte com o fim de autorizar a diretoria a ultimar o negócio;
- O trecho do voto do Diretor Relator no PAS CVM nº RJ2006-5928, destacado pelo acusado, está a mencionar, exemplificativamente, diferentes maneiras de a companhia aberta proceder à progressiva divulgação de informações sobre a realização de determinado negócio ou operação societária. E não autorizar a conclusão de que, uma vez divulgada a existência das negociações, é dado à administração aguardar a conclusão do negócio para proceder à divulgação de novo fato relevante, ainda que, nesse

interim, tenha ocorrido oscilação atípica na cotação ou quantidade dos valores mobiliários negociados;

- Não havendo certeza, naquele momento, com quem a Companhia iria fechar negócio, uma vez que diversas negociações estavam sendo conduzidas simultaneamente, tal informação deveria ser refletida no aviso de fato relevante, que competia ao DRI divulgar ao final do pregão do dia 13.8.2013, quando, indiscutivelmente, já estariam disponíveis todas as informações necessárias à apuração das oscilações atípicas ocorridas naquele dia. O importante era prover aos investidores informações atualizadas sobre a evolução do processo negocial, de maneira a restaurar a simetria informacional entre investidores;
- Os fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. No entanto, tal discricionariedade cessa imediatamente quando a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação ou quantidade negociada dos valores mobiliários. Nessas hipóteses, a administração perde a prerrogativa de reter a informação de maneira a preservar o interesse social, vendo-se obrigada, ao reverso, a proceder prontamente ao aviso de fato relevante;
- Tal providência se impõe ainda que a administração não disponha de indícios específicos de vazamento da informação, pois a oscilação atípica nos parâmetros de negociação dos valores mobiliários constitui, por si só, evidência suficiente da provável ocorrência de *insider trading*, apta a justificar, como medida saneadora, a imediata divulgação do fato relevante;
- Assim, em relação ao sigilo assegurado contratualmente com a EIG e outros potenciais investidores, este compromisso não pode se sobrepor ao cumprimento, pelos administradores e acionistas controladores, das obrigações estabelecidas na regulamentação vigente.

9. O Diretor da CVM Gustavo Tavares Borba, acompanhando o voto do relator, consignou, em sua Declaração de Voto, o entendimento sobre a necessidade de divulgação de fato relevante quando da ocorrência de oscilações atípicas na cotação das ações da companhia (fls. 791/795).

10. Assim, o Colegiado da CVM decidiu, com base no art. 11, inciso II, da Lei no 6.385/1976, pela condenação de Marcus Botrel à pena de multa de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), por não ter divulgado ao final do pregão do dia 13.8.2013 fato relevante sobre o estágio em que se encontravam as negociações iniciadas no dia 25.6.2013, inclusive as mantidas com a EIG, que levariam à assinatura do contrato no dia seguinte, em infração ao disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

11. Decidiu-se, ainda, pela absolvição dos demais acusados por unanimidade.

IV. Recurso Voluntário

12. Intimado da decisão em 29.05.2017 (fl. 832), Marcus Vinicius Botrel Berto apresentou, tempestivamente, recurso voluntário, em 28.06.2017 (fls. 837/849), onde argumenta que:

- Apesar de ter demonstrado que houve oscilações igualmente relevantes em diversos outros pregões ao longo do ano de 2013, a CVM entendeu que seria obrigação do DRI utilizar-se de outros meios para o monitoramento, inclusive com uso de análise estatística e critérios objetivos, para acompanhar a eventual atipicidade das oscilações. Não se tem notícia de nenhuma companhia aberta, ao menos no Brasil, cujo departamento de relações com investidores seja provido de acompanhamentos estatísticos que indiquem imediatamente a eventual atipicidade de alguma oscilação;
- Embora art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/02, esteja em vigor há mais de 15 anos - e, antes dele, o art. 4º parágrafo único, da Instrução CVM 31/84, tenha vigorado por quase vinte anos com redação semelhante -, a Comissão de Valores Mobiliários nunca havia estabelecido este *standard* de atuação[8];

- Do mesmo modo, não foi possível identificar a existência de uma única Política de Divulgação de Informações no Brasil que tenha formalizado critérios objetivos - como o Diretor Relator afirma em seu voto ser exigível - para verificação da atipicidade de oscilações;
- Não havia informação a ser divulgada até a assinatura do documento preliminar em 14.08.2013[9]. Especialmente diante da ausência de qualquer indício de vazamento de informações, não havia o que ser divulgado antes da assinatura do memorando de entendimentos - documento, ele mesmo, preliminar;
- Apenas quando houvesse alguma evolução concreta em relação à informação prestada em 25 de junho[10] é que se justificaria a prestação de nova informação. No momento em que a informação se consumou, ela foi tornada pública;
- Os precedentes citados na decisão da CVM (decisões de 2015 e 2016), são de decisões proferidas após os fatos que são objeto do presente processo, o que impossibilitaria a adoção retroativa de parâmetros eventualmente cancelados naqueles julgamentos;
- As oscilações das cotações nos casos mencionados pela CVM foram substancialmente maiores que aquela verificada com as ações da LLX nos dias 13 e 14 de agosto[11], e acompanhadas de vazamento da informação na imprensa especializada[12], bem como de ofício enviado pela CVM solicitando esclarecimentos sobre a eventual existência de fato relevante pendente de divulgação;
- Também não se poderia extrair daqueles precedentes o entendimento, só agora manifestado pela CVM, de que o DRI deve contar com modelos semelhantes ao da SMI como ferramenta de acompanhamento de oscilações;
- No presente caso, o estudo elaborado pela SMI é a única evidência que supostamente "demonstra, conclusivamente, a ocorrência de oscilações atípicas" (fls. 779, item 18). Em outros casos, o dever de divulgar algum fato relevante chegou a ser identificado exclusivamente em razão da atipicidade da oscilação - sem haver qualquer vazamento na imprensa que representasse indício de perda de controle da informação - as variações são colossais, tornando desnecessária a utilização de alguma metodologia específica que identificasse a atipicidade: CVM nº16/2009, RJ2008/9511, RJ2008/8976, RJ2008/11199 (fl. 842v);
- Embora a cotação das ações de emissão da LLX tenha variado +17,27% e +17,25% nos dias 13 e 14 de agosto de 2013, ao longo do ano de 2013 foram muitos pregões em que a cotação das ações da Companhia oscilou de forma bastante similar: dias 20 de junho (+16,5%), 21 de junho (-14,2%), 26 de junho (+25,0%), 27 de junho (-13,6%), 12 de julho (-22,3%) e 15 de julho (+12,1%) - tabela Anexo I do recurso;
- Com relação à quantidade de ações negociadas, é possível constatar pregões com volumes semelhantes aos dos dias 13 e 14 de agosto (21.056.600 ações e 45.331.900 ações negociadas, respectivamente): dias 08 de abril (26.360.813 ações), 09 de abril (26.415.270 ações), 26 de junho (39.123.503 ações), 27 de junho (35.374.593 ações), 1º de julho (25.962.102 ações), 02 de julho (22.054.113 ações), 16 de agosto (70.303.764 ações), 19 de agosto (34.626.861 ações) - tabela Anexo II do recurso;
- Uma importante evidência da ausência de atipicidade na oscilação dos papéis da Companhia é o fato de não ter sido enviado qualquer ofício[13], seja pela CVM, seja pela BM&FBovespa, solicitando esclarecimentos acerca da oscilação nas ações de emissão da LLX, como é de praxe quando se constata a ocorrência de oscilação atípica;
- afastando-se a atipicidade da oscilação no dia 13 de agosto, como fez o Diretor Gustavo Borba, ainda que se admitisse oscilação atípica no dia 14 - o que se faz apenas para argumentar -, a imputação seria descabida, pois a divulgação do fato relevante ocorreu logo após o encerramento do pregão daquele dia, atendendo ao comando do art. 5º da Instrução CVM 358/02 e da Política de Divulgação e Uso de Informações da Companhia vigente à época;
- O próprio Diretor Relator reconhece que a divulgação de informação ao final do dia em que se verifica uma oscilação atípica é tempestiva, salientando que "*competia ao DRI divulgar [aviso de fato relevante] ao final do pregão do dia 13.8.2013, quando indiscutivelmente, já estariam disponíveis todas as informações necessárias à apuração das oscilações atípicas ocorridas naquele dia*" (fls. 783, item 32 - grifou-se e destacou-se);

- Ao não divulgar precocemente um aviso especulativo de fato relevante não consumado, o Recorrente permitiu que as tratativas pudessem seguir sem pressões adicionais àquelas, já enormes, então experimentadas. Isso possibilitou que o memorando de entendimentos entre a Companhia e o Grupo EIG fosse firmado e, mais tarde, em setembro, os acordos definitivos celebrados. A operação com o Grupo EIG permitiu que a LLX recebesse um investimento de cerca de R\$1,3 bilhão e superasse o momento de crise;
- Não restam dúvidas de que o Recorrente, na qualidade de DRI da LLX, agiu no melhor interesse da Companhia, cumprindo com seu dever de forma diligente e ativa. Sua conduta foi, de fato, incensurável.

V. Tramitação no CRSFN

13. Sob o nº 10372.100240/2017-95, o Recurso Voluntário foi autuado e sorteado a esta Relatora na 406ª Sessão de Julgamento, realizada em 19.09.2017.

É o relatório.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.

[1] Atual denominação da LLX Logística S.A.

[2] “O anúncio também informava que o fechamento de qualquer negociação estaria condicionado à análise e aprovação das partes envolvidas e dos órgãos competentes e que a Companhia manteria seus acionistas e o mercado informados acerca de eventuais desdobramentos relacionados às informações então divulgadas.”

[3] “(...) a partir de meados de 2013, com a divulgação ao mercado de informações negativas relacionadas aos negócios da companhia de petróleo OGX, instalou-se profunda crise de confiança sobre as empresas do Grupo X, do qual fazia parte a Prumo.”

[4] Nos termos do voto do Diretor Pedro Marcílio no PAS CVM nº RJ2006/5928, julgado em 17.4.2007: “Para que um fato relevante seja divulgado não é preciso que se conheçam todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. (...) Da mesma forma, se existem negociações para a aquisição de um concorrente, pode-se divulgar a existência das negociações e, posteriormente, a sua conclusão. Se, quando da conclusão, o preço ainda não estiver determinado, em uma nova oportunidade divulga-se o preço, se for informação relevante.” (Grifo do acusado Marcus Bortrel)

[5] “Mesmo nos dias 13 e 14.8.2013 persistiam negociações em paralelo, além das que estavam sendo conduzidas com o Grupo EIG, de modo que a divulgação, naquele momento, do estágio das tratativas com a EIG seria prejudicial à Companhia, pois os demais potenciais investidores poderiam desistir do negócio antes de se chegar ao acordo com a primeira. As negociações estavam, ademais, protegidas por acordo de confidencialidade”.

[6] “Evidentemente, o diretor de relações com investidores tem autonomia, dentro dos limites da razoabilidade, para definir os seus próprios filtros. O que não se pode admitir, por ser insuficiente ao cumprimento do mencionado art. 6º, parágrafo único, é que deixe de empregar qualquer critério objetivo, baseando-se em uma leitura deveras subjetiva e incerta a respeito da variação dos preços, das quantidades e dos volumes negociados. Afinal, uma variação de, por exemplo, 5% na cotação ou no volume financeiro pode ser atípica ou não conforme a volatilidade histórica do papel, sendo, assim, imprescindível o emprego de tratamento estatístico para o efetivo monitoramento das negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia.”

[7] “Dada a importância dessas negociações para a continuidade da Companhia, que, repita-se, atravessava singular crise de credibilidade, era de se esperar que os investidores estivessem acompanhando atentamente

os desdobramentos desse assunto. Desse modo, qualquer informação nova sobre a evolução do processo negocial se revestia de especial importância para o mercado.”

[8] “Evidentemente é permitido ao órgão regulador inovar na sua interpretação de normas legais e regulamentares. Mas lhe é vedado pela lei a adoção retroativa de uma nova interpretação, em processo sancionador, punindo aquele que não atuou em conformidade com um novo entendimento, como expressamente dispõe o art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei do Processo Administrativo (Lei 9.784/99), que veda a *“aplicação retroativa de nova interpretação”* (grifou-se).”

[9] “78. Nem mesmo a convocação da reunião do Conselho de Administração da Companhia na noite do dia 13 significa que, naquela noite, já havia a certeza da assinatura do contrato preliminar com o Grupo EIG.

79. O Conselho de Administração da LLX reuniu-se no dia 14 de agosto de 2013, às 9h, tendo aprovado os termos pelos quais a Diretoria estaria autorizada a concluir as tratativas e assinar um memorando de entendimentos com o Grupo EIG. Não era uma reunião para ratificação de um contrato já celebrado, mas autorização dos limites a que se podia chegar no acordo que estava em negociação.”

[10] “65. A existência desse processo competitivo foi adequadamente comunicada ao mercado pelo Recorrente, que divulgou o aviso de fato relevante no dia 25 de junho de 2013, informando sobre a contratação de *“assessores financeiros para avaliação de eventuais oportunidades de negócios e operações societárias envolvendo os ativos da Companhia e seus valores mobiliários”* (fls. 294).

66. Esse não é o padrão de divulgação adotado pelas companhias em geral. Mas o Recorrente, muito acertadamente, entendeu que a situação do grupo econômico de que fazia parte a LLX - com claro impacto na volatilidade da cotação de suas ações e no surgimento de boatos - recomendava a divulgação prévia da existência das tratativas destinadas à capitalização da Companhia.”

[11] “No PAS CVM nº RJ2013/10321, verificou-se uma oscilação positiva de quase 60% na cotação ao longo de três pregões, que poucos meses depois foi revertida para uma queda de 56%. Já no PAS CVM nº RJ2012/12595 há referência a queda de 40% em apenas um único dia.”

[12] “Consta da decisão no PAS CVM nº RJ2013/10321 que *“veículos de comunicação divulgaram a existência de rumores sobre o possível adiamento e cancelamento da OPA da CCX, os quais justificariam a maior queda diária até então experimentada pelas ações ordinárias da Companhia”*. A acusação formulada no PAS CVM nº RJ2012/12595 faz referência à oscilação para identificar a obrigação de divulgar o relevante, salientando que “[e]ssa necessidade teria sido reforçada a partir do aparente vazamento dessa informação, em reportagem divulgada na manhã do dia 17.09.2014 pelo portal Infomoney”.

[13] “Tais ofícios são enviados - em cumprimento ao convênio firmado entre a CVM e a BM&FBovespa - a partir da análise em tempo real dos negócios na bolsa, emitindo-se um alerta para que, diante de qualquer movimentação atípica, as companhias esclareçam imediatamente se há algum fato que seja de seu conhecimento, ainda não divulgado ao mercado, que possa justificar a oscilação atípica nos papéis de sua emissão.”



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto**, **Conselheiro(a) Relator(a)**, em 26/03/2018, às 12:32, 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 **0421636** e o código CRC **9C5D03BE**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: MARCUS VINICIUS BOTREL BERTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. CVM. Companhia aberta. Responsabilidade do DRI. Oscilação atípica de ações. Não divulgação de fato relevante. Recurso desprovido.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de recurso voluntário interposto por Marcus Vinícius Botrel Berto, em face da decisão da CVM que o condenou à pena de multa de R\$200.000,00 pela não divulgação de fato relevante, nos termos do art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.

I – PRELIMINARES

2. Compulsando o feito, destaco a ocorrência dos seguintes eventos:

- Período da oscilação das ações da companhia – 13 a 14.8.2013;
- Termo de Acusação – 10.06.2014;
- Recebimento da intimação para apresentar defesa – agosto/2014;
- Decisão da CVM - 18.04.2017;
- Intimação da decisão de primeira instância – maio/2017;
- Interposição de recurso – junho/2017;
- Distribuição do recurso no CRSFN – setembro/2017;
- Publicação de pauta de julgamentos da 412ª Sessão, em que o presente feito foi incluído para julgamento.

3. Analisando a sequência de atos acima, mostra-se evidente que não ocorreu a prescrição da pretensão punitiva, seja ordinária, seja intercorrente.

II – MÉRITO

4. Em relação ao mérito, não restam dúvidas de que a acusação da CVM conseguiu demonstrar, através do estudo por ela realizado, que as oscilações das ações da companhia, nos dias 13 e 14.08.2013, foram atípicas, como demonstra o seguinte excerto da decisão de primeira instância:

12. No entanto, em direção oposta à sustentada pelos acusados, o estudo técnico elaborado pela SMI (fls. 257-261) evidencia que, nos referidos pregões, os parâmetros de negociação dos papéis da Companhia se desviaram dos padrões usuais. O aludido estudo foi elaborado com base no limite estatístico da média adicionada a duas vezes o desvio-padrão, que define o intervalo de 95,44% das observações, na hipótese de distribuição normal, considerado o horizonte de 60 pregões. A conclusão desse modo alcançada é clara: tanto no dia 13, como no dia 14.8.2013, houve oscilações atípicas não só em relação à cotação, mas também em relação à quantidade de ações negociadas. (...)

14. A metodologia utilizada pela SMI, nesse particular, mostra-se razoável e, frise-se, bastante conservadora, uma vez que só considera atípica a oscilação que extrapola o intervalo de 95,44% da distribuição normal. Evidentemente, o diretor de relações com investidores tem autonomia, dentro dos limites da razoabilidade, para definir os seus próprios filtros. O que não se pode admitir, por ser insuficiente ao cumprimento do mencionado art. 6º, parágrafo único, é que deixe de empregar qualquer critério objetivo, baseando-se em uma leitura deveras subjetiva e incerta a respeito da variação dos preços, das quantidades e dos volumes negociados. Afinal, uma variação de, por exemplo, 5% na cotação ou no volume financeiro pode ser atípica ou não, conforme a volatilidade histórica do papel, sendo, assim, imprescindível o emprego de tratamento estatístico para o efetivo monitoramento das negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia.

5. Destaco, outrossim, que o próprio recorrente admite que tais oscilações foram "relevantes", no trecho do recurso voluntário abaixo transcrito:

8. Apesar de o Recorrente ter demonstrado que houve oscilações igualmente relevantes em diversos outros pregões ao longo do ano de 2013 - e, por isso, não seria possível afirmar categoricamente que as variações daqueles dois dias seriam atípicas -, o voto condutor da decisão recorrida entendeu que seria obrigação do DRI dotar-se de outros meios para o monitoramento, inclusive com uso de análise estatística e critérios objetivos, para acompanhar a eventual atipicidade das oscilações.

6. Assim, afasto o argumento apresentado pelo recorrente de que outras oscilações do papel, anteriores, seriam suficientes para afastar a conclusão de que as oscilações dos dias 13 e 14.08.2013 foram atípicas (o que justificaria a falta de divulgação de fato relevante).

7. Por outro lado, não acolho o argumento de que se estaria exigindo uma conduta inédita do recorrente para verificação da atipicidade da operação. Neste ponto, após análise do Voto do relator Pablo Renteria, entendo que resta esclarecido que as companhias devem adotar critérios para monitorar a variação de suas ações; esses critérios, todavia, não precisam ser os mesmos utilizados pela CVM para atestar a atipicidade de tais oscilações.

8. Inclusive, o argumento defensivo de que “o voto condutor da decisão recorrida entendeu que seria obrigação do DRI dotar-se **de outros meios** para o monitoramento, inclusive com uso de análise estatística e critérios objetivos”, em minha opinião, deixa transparecer que a companhia não possuía qualquer critério para acompanhar as negociações com seus papéis. Em momento algum, o recorrente traz aos autos qualquer informação sobre o funcionamento de departamento que acompanharia as operações em bolsa, bem como quais controles seriam realizados para alcançar a conclusão de que as variações ocorridas estavam dentro de parâmetros considerados normais.

9. Dessa forma, concordo com o disposto na decisão da CVM de que o departamento técnico deve ter critérios mínimos que permitam identificar a oscilação atípica dos papéis da companhia, bem como

que 'mínimo' não significa, necessariamente, utilização de “critérios estatísticos” como afirmou o recorrente. Assim, acompanho a decisão da CVM, *in verbis*:

13. Aproveito para esclarecer que o dever previsto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/2002 tem por efeito obrigar o diretor de relações com investidores a dotar-se dos meios necessários ao efetivo-monitoramento das negociações- com valores mobiliários emitidos pela companhia aberta, inclusive mediante a adoção de critério minimamente objetivo para discernir as oscilações atípicas das típicas. De outro modo, especialmente em relação às ações que apresentam expressiva volatilidade histórica, como era o caso da Prumo, o cumprimento do disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/2002 restaria inviabilizado.

14. (...) Evidentemente, o diretor de relações com investidores tem autonomia, dentro dos limites da razoabilidade, para definir os seus próprios filtros. O que não se pode admitir, por ser insuficiente ao cumprimento do mencionado art. 6º, parágrafo único, é que deixe de empregar qualquer critério objetivo, baseando-se em uma leitura deveras subjetiva e incerta a respeito da variação dos preços, das quantidades e dos volumes negociados.

10. Do mesmo modo, não é admissível o argumento do recorrente de que, por não ter recebido qualquer ofício, nos dias 13 e 14.8.2013, por parte da CVM ou da BMF&Bovespa, as oscilações nessas datas não poderiam ser consideradas atípicas. Ora, é dever de todo regulado cumprir as obrigações que lhe são impostas pela legislação, independentemente de manifestação expressa do regulador sobre a situação. Note-se a incongruência: se esse tipo de argumento prosperasse no mercado de capitais, nenhuma companhia precisaria mais monitorar suas ações, pois esta incumbência passaria ao regulador, criando uma verdadeira distorção de obrigações. Assim, é importante que fique claro que a obrigação de detectar este evento é da Companhia.

11. Neste sentido, acertado é o posicionamento do diretor relator:

17. Tal alegação, a meu ver, não procede. A ausência de atuação preventiva por parte do regulador e do autorregulador não exime os administradores de companhia aberta do cumprimento de seus deveres regulamentares. Também não afasta a possibilidade de a CVM apurar posteriormente os fatos e apresentar, em sede de processo administrativo sancionador, suas conclusões sobre a regularidade da conduta dos administradores.

12. Por fim, entendo que o art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02 é claro ao estabelecer que a informação sobre o andamento das negociações com o grupo EIG deveria ter sido imediatamente divulgada, independentemente de qualquer obrigação de sigilo ou de possibilidade de atrapalhar as negociações, como igualmente ressaltado na decisão recorrida, *in verbis*:

34. A meu ver, contudo, tais argumentos, atinentes à oportunidade de divulgação do fato relevante, são desprovidos de eficácia caso esteja presente uma das hipóteses previstas no parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002. Como se sabe, fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. No entanto, tal discricionariedade cessa imediatamente quando a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação ou quantidade negociada dos valores mobiliários. Nessas

hipóteses, a administração perde a prerrogativa de reter a informação de maneira a preservar o interesse social, vendo-se obrigada, ao reverso, a proceder prontamente ao aviso de fato relevante.

13. Não exclui, pois, a responsabilidade pela prática de ilícito o fato de que eventual divulgação das tratativas com os investidores poderia interferir na realização do negócio, uma vez que somente é facultada à Companhia a manutenção de sigilo se não se configurar qualquer das hipóteses em que a divulgação da informação é obrigatória. Assim, como meu posicionamento é de que ficou demonstrada a atipicidade da oscilação, havendo ciência dos administradores da relevância das negociações em curso, deveria ter ocorrido a divulgação da informação relevante, como bem demonstrado pela decisão recorrida.

14. Por outro lado, considero acertada a responsabilização do DRI pela infração administrativa verificada, uma vez que uma simples leitura do art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM n.º 358 demonstra a obrigação do referido diretor de realizar a divulgação de fatos relevantes das quais tenha conhecimento se verificada oscilação atípica na negociação dos valores mobiliários de companhia aberta.

15. Não é demais ressaltar que é maciçamente admitida a estratégia regulatória de fixação de centros de imputação de responsabilidades para determinadas infrações, ou seja, que sejam indicados diretores que sejam responsáveis por determinadas atividades. Isso é expressamente consignado no PAS CVM n.º RJ2010/9129, *in verbis*:

8.A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.

9. Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade. E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva. Também não é de inversão do ônus da prova que se trata no presente caso, uma vez que a situação, de flagrante irregularidade, restou também comprovada.

10. Não há que se falar em injustiça, então, na atribuição de responsabilidade a uma única pessoa no caso vertente, mas sim no fruto de uma estratégia regulatória que sempre foi clara. E não há que se falar também, a meu ver, que, em caso como este, a responsabilidade deva caber, de forma exclusiva, à instituição administradora, eximindo-se, desta maneira, o diretor que teria assumido a área com problemas.

16. Ainda mais claro é o posicionamento adotado no PAS CVM n.º RJ2010/13301, cujos fundamentos foram mantidos pelo CRSFN em decisão prolatada na 391ª Sessão de Julgamento (Recurso n.º 10372.000591/2016-16 – 13521), que ora se transcreve:

44. De acordo com a defesa, o Termo de Acusação teria imputado responsabilidade objetiva ao Sr. David e o direito administrativo sancionador possui, como regra, responsabilização subjetiva, mesmo quando há descumprimento de norma objetiva, devendo-se analisar a culpabilidade do acusado.

45. Este é um debate recorrente no curso dos processos sancionadores da CVM. Várias instruções emitidas pela CVM criam centros de imputação de responsabilidade ao atribuir a um ou mais indivíduos a missão de assegurar a

implementação de procedimentos e controles internos necessários para que certas normas sejam cumpridas pelo administrado.

46. Isso ocorre com os diretores de relações com investidores nas companhias abertas, cujas responsabilidades estão descritas na Instrução CVM nº 480, de 2009, com o diretor responsável e com o diretor de supervisão, nas instituições autorizadas a realizar operações com valores mobiliários em mercados regulamentados, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 505, de 2011, entre outros.

47. Ao contrário do que argumenta a defesa, no entanto, a responsabilidade dessas pessoas não é objetiva. A regulação espera que esses indivíduos estabeleçam práticas operacionais capazes de garantir o cumprimento dos comandos normativos dentro das instituições pelas quais são responsáveis perante a CVM. Para isso, eles são responsáveis por implementar regras, procedimentos e controles internos para assegurar o cumprimento da legislação.

48. A CVM tem, inclusive, debatido a ampliação dessas funções de forma bastante intensa com o mercado. O Edital de Audiência Pública nº 4, de 2009, discute tanto a necessidade de regras, procedimentos e controles internos, quanto o papel dos diretores responsáveis pela implementação e supervisão de tais mecanismos. O mesmo tipo de discussão é trazido pelo Edital de Audiência Pública nº 14, de 2011, que trata de administradores de carteira.

49. A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.

50. Essa estratégia está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que implementou mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionou com diligência, enfim, que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor responsável.

17. Portanto, entendo que era responsabilidade de Marcus Vinícius a divulgação de fato relevante no momento em que ocorreu a oscilação atípica de preços, de quantidade de ações, de volumes financeiros e de número de negociações realizadas, sendo adequada, portanto, sua condenação.

18. Finalmente, como o recorrente não trouxe aos autos qualquer argumento apto a causar a modificação do *decisum* da CVM, acolho, nos termos do art. 50, §1º, da Lei nº. 9.784/99, as razões adotadas pela decisão recorrida, nos termos das considerações acima formuladas.

19. Comprovada a materialidade e a autoria da infração, observo, quanto à dosimetria da penalidade, que a multa aplicada está de acordo com as praticadas pela autarquia, tendo em vista a gravidade da infração apurada; atende, pois, às finalidades educativa e de desestímulo à prática de novos ilícitos. Não é o caso, portanto, de modificação de seu valor, razão pela qual mantenho a decisão recorrida integralmente.

III - CONCLUSÃO

20. Assim, diante do exposto, voto por conhecer do recurso e, em relação ao recorrente Marcus Vinícius Botrel Berto, pelo cometimento da infração de não divulgação de fato relevante em virtude da

ocorrência de oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão de companhia aberta, conforme definido no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, c/c art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de multa de R\$200.000,00 (duzentos mil reais).

É o voto.

Adriana Cristina Dullius - Conselheira Relatora



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto**, **Conselheiro(a) Relator(a)**, em 14/09/2018, às 17:00, 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 **0479235** e o código CRC **1172D298**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100240/2017-95

Processo na primeira instância CVM RJ2014/6225

Relatora: Adriana Cristina Dullius

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO JOÃO BATISTA DE MORAES

1. Tendo em vista que a oscilação de preço das ações da Companhia no dia 13.8.2013 foi de 17,27%, fato que se repetiu no pregão do dia imediatamente seguinte (14.8.2013), entendo que só haveria de considerar-se atípica a oscilação na hipótese de somar-se as variações atingidas naqueles dois dias (13 e 14). Segundo informações trazidas durante este Julgamento, as ações da Companhia já haviam experimentado oscilação em determinado dia do mês anterior ainda maior que aquela verificada no dia 13.

2. Sendo assim, entendo que a oscilação observada no referido dia 13.8.2013 não é suficiente para receber o rótulo de atípica, militando em abono do recorrente a publicação de fato relevante que foi feita pela Companhia após o encerramento do pregão do dia 14 daquele mesmo mês, satisfazendo as exigências da norma de regência.

3. Em consequência, absolvo o recorrente da imputação de ter praticado a irregularidade da qual

foi acusado, dando provimento ao seu recurso."

É o voto.

João Batista de Moraes – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **João Batista de Moraes, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 01/08/2018, às 10:52, 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 **0943035** e o código CRC **35FDF246**.



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

Processo 10372.100240/2017-95

Processo na primeira instância CVM RJ2014/6225

Relator: Adriana Cristina Dullius

**DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO OTTO EDUARDO FONSECA DE
ALBUQUERQUE LOBO**

1. Trata-se de recurso de decisão da CVM que o condenou Marcus Vinícius Botrel Berto à pena de multa de R\$200.000,00 pela não divulgação de fato relevante, pelo disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, que trata do dever de divulgação imediata de ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.
2. Em apertada síntese, a decisão da CVM considerou que o recorrente, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores ("DRI") da LLX Logística S.A ("LLX"), deveria ter divulgado fato relevante referente às tratativas com EIG Management Company LLC ("EIG") em virtude de supostas oscilações atípicas dos papéis da LLX entre os dias 13 e 14 de agosto de 2013.
3. Além das oscilações que ocorreram nos papéis da empresa no período referido, consta do Termo de Acusação que no dia 13.08.2013 foi divulgado em um perfil do Twitter

“BovespaBrokers” a informação de que seria anunciada a venda da Prumo – antiga denominação da LLX – no dia 14.08.2013. No dia seguinte, às 8:07 AM o mesmo perfil divulgou tweet afirmando que quem comprou a LLX fora a EIG e Mubadala, nos termos de fls. 270/271 dos autos. A divulgação do Fato Relevante por meio da Companhia foi feita às 17:56h do dia 14, após o fechamento do pregão.

4. A decisão de primeira instância considerou a valorização de mais de 17% na cotação das ações da empresa e o aumento de 75% e 162,25% no volume financeiro operado em 13 e 14 de agosto oscilação atípica que obrigaria a divulgação do fato relevante. No mesmo ano de 2013, apenas no dia 26 de junho, data posterior da divulgação de fato relevante que foi exposta a intenção de capitalização da companhia, as ações superaram esta alta, valorizadas em 25%.
5. Ocorre que o histórico de cotação das ações da LLX demonstra que no dia 13 de agosto não houve uma oscilação drástica no preço das ações apta a caracterizar, por si só, um evento suspeito, uma “*red flag*”. Em datas anteriores houve altas semelhantes, dado que as ações da LLX sofreram alta volatilidade no primeiro semestre de 2013. Portanto, a oscilação isolada do dia 13 de agosto em 17% não poderia ser entendida pelo DRI como “oscilação atípica”.
6. A oscilação atípica restou devidamente configurada quando no dia 14 de agosto de 2013 a alta dos papéis da companhia permaneceu em 17%, com aumento no volume de financeiro em 162%. Neste momento pode ser exigível do DRI realizar a divulgação do fato relevante, revelação esta que de fato ocorreu, na estrita determinação do art. 5º da ICVM 358/2002.
7. Em sintonia com a fundamentação do voto relator, entendo que a Companhia deve elaborar critérios para analisar a flutuação do preço e quantidade de suas ações.
8. Ocorre que deve ser considerado que em 2013 a CVM ainda não havia debatido tal necessidade em seus julgados e que no texto normativo do § 3º do art. 157 c/c parágrafo único da ICVM 358/2002 não há a obrigação da companhia criar internamente tais critérios. Desta forma, entendo não caber exigir do DRI, há época dos fatos, a adoção de práticas que sequer eram tidas como necessárias pela CVM.
9. Além disso, concordo com o entendimento exposto pelo Diretor Gustavo Borba em sua declaração de voto de fls. 792:

“Não se pode submeter ao DRI uma postura histórica que obrigue a divulgar sucessivas informações diante de oscilações que não são claramente atípicas, uma vez que isso provocaria efeitos colaterais igualmente danosos ao mercado, que, nessa hipótese, receberia uma enxurrada de informações precipitadas e incompletas que também poderiam acarretar distorções, bem como dissimular, por meio do excesso, as informações realmente relevantes.”

10. A norma do parágrafo único do art. 6º da ICVM 358/2002 deve ser analisada com parcimônia pela autarquia reguladora, posto que trata de uma exceção ao direito que a Companhia tem de não divulgar imediatamente atos se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.
11. Para analisar a responsabilidade do recorrente, deve ser feita uma reconstituição dos fatos: em 25 de junho foi divulgado fato relevante sobre o interesse na capitalização da empresa. Em 14 de agosto foi divulgada a assinatura do memorando de entendimentos, instrumento este prévio à concretização do investimento, e em 15 de setembro foi divulgado fato relevante sobre a solidificação do memorando de entendimentos.
12. Entendo que a atuação do DRI estava em acordo com o interesse da Companhia e com o princípio do *timely disclosure*. Os fatos relevantes foram divulgados a medida que as etapas das negociações de capitalização iam avançando. Não pode ser exigível que ele ponha em risco tratativas de capitalização da companhia divulgando fato relevante no dia anterior ao dia da concretização do negócio, ainda mais considerando que a valorização e aumento de quantidade de operações do dia 13, por si só, não podem ser consideradas como atípicas.

13. Na ausência de demonstração de vazamento da informação mantida em sigilo, descabe qualquer responsabilidade cível ou administrativa: trata-se, em essência, de decisão empresarial que compete aos administradores da companhia e que no caso foi tomada em momento oportuno.
14. A análise a posteriori dos fatos pela investigação da Autarquia fornece um quadro muito mais claro da variação dos papéis da LLX. Portanto, deve o julgador ponderar que no decorrer dos fatos, o DRI não possuía a imagem refletida dos dados e detalhes estatísticos que estão sendo analisados na presente sessão de julgamento.
15. Portanto, considerando que: (i) a alta dos papéis do dia 13 de agosto por si só não pode ser considerada com oscilação atípica; (ii) que o fato relevante foi divulgado no dia 14 de agosto logo após a assinatura do memorando de entendimentos, conforme o art. 5º da ICVM 358; (iii) que não houve vazamento do fato relevante; (iv) que não havia à época a obrigação da companhia manter critérios de definição de “oscilações atípicas” e (v) que o contexto fático demonstra a divulgação de diversos fatos relevantes em acordo com a progressão das tratativas de capitalização da LLX, entendo não haver base para responsabilização do recorrente.
16. Portanto, voto pelo conhecimento e TOTAL PROVIMENTO do recurso.

É o voto.

OTTO EDUARDO FONSECA DE ALBUQUERQUE LOBO – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 30/07/2018, às 17:42, 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 **0945450** e o código CRC **A098EA15**.



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

Processo 10372.100240/2017-95

Processo na primeira instância CVM RJ2014/6225

Relator: **ADRIANA CRISTINA DULLIUS**

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO CARLOS PORTUGAL GOUVÊA

1. Trata-se de recurso voluntário interposto perante o Conselho de Recursos do Sistema

Financeiro Nacional (“CRSFN”) a fim de reformar a decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), em 18 de abril de 2016, que condenou Marcus Vinicius Botrel Berto (“Recorrente”) à pena de multa de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por, na qualidade de Diretor de relações com investidores (“DRI”) não ter divulgado ao final do pregão do dia 13 de agosto de 2013 fato relevante sobre o estágio em que se encontravam as negociações iniciadas no dia 25 de junho de 2013, inclusive as mantidas com a EIG, que levariam à assinatura do contrato no dia seguinte, em infração ao disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

2. No mérito do recurso, sigo a divergência apresentada pelo Cons. João Batista de Moraes, que votou pela absolvição do Recorrente.

3. Concordo com a afirmação da Cons. Relatora de que apenas o fato de se exigir uma Diretoria de Relações com Investidores indica que os diretores a ela vinculados devem agir de acordo com procedimentos mínimos apropriados para tal função. O que se verificou neste caso é que esses procedimentos não existiam, ou não eram bem desenvolvidos o suficiente de modo a permitir a análise por este colegiado se o DRI agiu de forma adequada ou não.

4. Muitas vezes, em casos como o presente, envolvendo o Grupo X, a tendência é imaginar que existia irregularidade nos atos da administração, principalmente tendo em vista a proliferação de irregularidades nas empresas do grupo, especialmente à época dos fatos.

5. Porém, neste caso, parece-me que o DRI agiu da forma mais adequada possível, porque de fato foi apenas no segundo dia que se identificou do ponto de vista empírico uma variação que poderia ser considerada atípica, em relação à média dos períodos anteriores.

6. Não se pode desconsiderar que, naquele momento, de certa forma, todos os ativos vinculados ao Grupo X estavam depreciados e sob análise rigorosa do mercado, principalmente, daqueles agentes que se valem da estratégia de “arbitragem” de preços no mercado de capitais. À época dos fatos, o mercado enxergava a LLX Logística S.A., atual Prumo Logística S.A., como um dos ativos mais valiosos do Grupo X, com potencial para valorização posterior. Portanto, existia uma expectativa de que a alienação do controle da companhia ocorresse em breve. Aliás, tal expectativa tornou necessária as divulgações anteriores das etapas de negócio, mesmo antes de se concretizar. Obviamente, com o passar dos dias e o aumento da expectativa da conclusão da operação, houve uma intensificação de negociações com as ações da companhia.

7. Numa situação como a presente, é absolutamente essencial garantir uma margem para que a administração possa atuar em sigilo, possibilitando que as negociações sejam feitas em benefício da companhia, livres de pressões externas e do mercado. Afinal, em determinadas situações, se, antes da conclusão do negócio, a informação sobre sua existência se tornar pública, é possível que as ações valorizem significativamente, o que de certa forma torna a companhia refém da conclusão do negócio, para evitar a desvalorização de suas ações.

8. A meu ver, o esforço dos administradores de só tornar uma informação pública fora do período de negociação e quando ela está absolutamente consolidada é um esforço em si extremamente meritório e deve, em alguma medida, ser protegido. Todavia, também é preciso prever situações que obrigam o DRI a agir de forma a proteger o mercado, ainda que em prejuízo às negociações no interesse da companhia, tal como quando se identifica a presença significativa de boatos no mercado a respeito da operação sigilosa, situação essa última, que não parece ser ocorrido neste caso.

9. Neste sentido, tendo em vista as circunstâncias do presente caso, acredito que o DRI agiu de forma adequada, principalmente em relação ao horário do dia em que o fato relevante foi publicado, isto é, posteriormente ao fechamento do mercado e após ter-se clareza da oscilação atípica, que mudou o padrão de negociação das ações apresentado nos dias anteriores.

10. Por mais que não existissem, na companhia, procedimentos claros para verificação das oscilações atípicas na negociação de seus ativos em mercado – que, aliás, deveriam existir, embora neste caso, para analisar-se esse aspecto seria necessário que a imputação do processo fosse outra – o DRI, com o instrumentos que lhe foram dados, parece-me ter agido corretamente. Assim, por mais que não existisse um padrão de conduta estabelecido nos procedimentos institucionalizados da companhia, o comportamento do DRI acabou por ser adequado à situação, não justificando, portanto, qualquer ação sancionatória.

11. Portanto, por todo exposto, sigo a divergência aberta pelo Conselheiro João Batista e voto conhecimento do recurso voluntário e pelo seu provimento integral, a fim de determinar o arquivamento do

processo.

É o voto.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 03/10/2018, às 13:17, 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 **1221634** e o código CRC **CA3C23A9**.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Lima Pereira Dutra, Secretário(a) Executivo(a)**, em 05/10/2018, às 19:36, 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 **1228582** e o código CRC **4E9E86C3**.