



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 88/2025/CVM/SMI/GMA

Rio de Janeiro, 06 de outubro de 2025.

À GMA,

Assunto: Recurso administrativo contra a decisão proferida no Ofício Interno nº 54/2025/CVM/SMI/GMA e recurso ao Colegiado contra o entendimento da Gerência de Acompanhamento de Mercado (GMA) manifestado no Ofício Interno 34/2025/CVM/SMI/GMA - Processo Administrativo CVM nº 19957.002328/2025-56.

Senhor Gerente,

1. Referimo-nos aos recursos interpostos por ESH THETA MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO MULTIMERCADO – RESPONSABILIDADE LIMITADA (2433934 e 2433955).
2. O primeiro recurso administrativo (2433955) foi interposto *"contra a decisão proferida no Ofício Interno nº 54/2025/CVM/SMI/GMA, de 02 de setembro de 2025, que indeferiu parcialmente o pedido de vista aos autos do processo administrativo em questão, sugerindo de forma sumária, genérica e insuficientemente motivada a concessão de acesso parcial com tarjamento de documentos em razão de supostas 'informações protegidas por sigilo legal', sem qualquer detalhamento, individualização ou fundamentação exaustiva para cada restrição imposta"*.
3. O recorrente solicita que *"seja concedido acesso integral e irrestrito aos autos do processo nº 19957.003346/2025- 55, nos termos do pedido inicial, sem qualquer restrição indevida ou genérica, em conformidade com o art. 3º da LAI e o precedente da CGU anexado"*.
4. Em primeiro lugar, cabe alertar que o recorrente, durante todo o documento através do qual apresentou o recurso (2433955), citou o processo administrativo nº 19957.003346/2025-55. Entretanto, com base em sua clara e recorrente menção ao Ofício Interno nº 54/2025/CVM/SMI/GMA, que consta dos autos

do processo administrativo nº 19957.002328/2025-56, entendeu-se que a solicitação fazia referência, na verdade, a este último. Além disso, verificou-se que o recorrente recebeu, em 15.08.25, acesso integral aos autos do 19957.003346/2025-55.

5. Dito isso, considerou-se que o recorrente mencionou erroneamente o processo nº 19957.003346/2025-55, referindo-se, na verdade, ao 19957.002328/2025-56.

6. A propósito, cumpre esclarecer que o referido processo recebeu dois pedidos de vista em momentos próximos. Com isso, por praticidade e com o intuito de evitar eventuais erros na concessão do acesso, uma vez que nos autos há dezenas de documentos, elaborados por diversas áreas desta autarquia, o citado Ofício Interno nº 54/2025/CVM/SMI/GMA foi elaborado e encaminhado ao CDC para operacionalização da concessão dos acessos aos autos.

7. O recorrente recebeu o acesso apenas a 2 (dois) documentos, sendo um deles o Ofício Interno nº 54/2025/CVM/SMI/GMA, e um documento PDF, que mesclou, sem exceções, todos os documentos de disponibilização integral e aqueles onde havia a necessidade de tarjas para resguardar informações protegidas por sigilo legal, com fundamento no art. 7º, §2º, da Lei 12.527/11, observando-se o princípio da transparência, que garante que a restrição ao acesso a documentos deve ser a menor possível.

8. Cabe destacar que o outro investidor que solicitou acesso aos autos recebeu documento distinto, contendo, da mesma forma, documentos de disponibilização integral e aqueles onde havia a necessidade de tarjas para resguardar informações protegidas por sigilo legal,

9. A fim de atender à solicitação do recorrente, são detalhadas a seguir as poucas informações tarjadas e os motivos legais para tal:

I - doc. 2353241 - Ofício Interno nº 14/2025/CVM/SMI/GMA - 2 (duas) Tabelas com informações de negociações realizadas por terceiros com o ativo MBLY3 e código verificador da autenticidade das assinaturas - art. 2º, §3º da Lei Complementar nº 105/01; e

II - docs. 2417428, 2417429 e 2417430 - dados pessoais (telefone e e-mail) e documentos de identificação de outro requerente de pedido de vistas - art. 5º da Lei nº 13.709/18.

10. Feitas as devidas considerações, passamos ao segundo recurso, constante do 2433934 se refere a "RECURSO AO COLEGIADO CONTRA O ENTENDIMENTO DA GERÊNCIA DE ACOMPANHAMENTO DE MERCADO-1 (GMA-1) MANIFESTADO NO OFÍCIO INTERNO Nº 34/2025/CVM/SMI/GMA - PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.002328/2025-56". No expediente, o recorrente questionou:

I - *Reforma da Decisão da GMA-1: Reconhecer omissões e erros, reabrindo o processo para investigação pormenorizada de cada período na tabela acima, com relatórios individuais por dia/transação.*

II - *Diligências Adicionais: Compelir a GMA-1 a: (a) Cruzar negociações com fatos relevantes, dia a dia; (b) Analisar atipicidade por negociação; (c) Aplicar presunções do Art. 13 a todas; (d) Produzir relatórios por período; (e) Apurar responsabilidade por desídia (Lei 8.027/1990), com sanções; (f) Repetir análises para subperíodos; (g) Incluir depoimentos de [REDACTED] e [REDACTED]; (h) Gerar gráficos, tabelas e*

anexos.

III - *Retificação Formulários 44: Obrigar Mobly a reapresentar incluindo TODAS as negociações da [REDACTED] pós-25/04/2025, com verificação pela GMA-1.*

IV - *Acesso Integral: Concessão de vistas totais aos autos, nos termos da LAI, com atualizações diárias.*

V - *Prioridade, Providências e Sanções: Processamento prioritário; intimação da Recorrente para manifestações; remessa à PFE para parecer; aplicação de sanções à GMA-1 por falhas; reconsideração se já julgado, com nulidade por falta de informação.*

11. Nesse ponto é importante destacar que o Ofício Interno 34 já tratou de recurso anterior, também interposto por ESH THETA MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO MULTIMERCADO - RESPONSABILIDADE LIMITADA, solicitando "*contra a decisão da 1ª turma da Equipe de Comunicações da GMA (SMI) no Ofício Interno nº 14/2025/CVM/SMI/GMA.*", ou seja, o presente recurso foi interposto contra decisão do recurso anterior.

12. No recurso anterior, o recorrente questionou decisão da 1ª turma da Equipe de Comunicações da GMA (SMI) alegando que:

"Essa justificativa é incompatível com o Artigo 13 da Resolução CVM nº 44/2021, que presume a relevância de negociações realizadas por pessoas com acesso a informações privilegiadas, como [REDACTED], [REDACTED], conselheiro da Mobly S.A. eleito em 25/04/2025"

"A análise da GMA-1 foi tão inadequada que se baseou em um período (01/01/2023 a 02/05/2023) anterior à eleição de [REDACTED] sendo irrelevante para a denúncia".

"A GMA-1 não realizou o cruzamento das negociações do ativo MBLY3 nos dias que antecederam os fatos relevantes, conforme exigido pelo Artigo 13, e não observou as negociações nos períodos vedados, conforme definido pelo Artigo 14, § 4º, inciso II".

13. Neste ponto, cumpre observar que a decisão da SMI/GMA contra a qual foi interposto o recurso se manifestou tão somente em relação às alegações contidas na denúncia relativas ao possível uso de informação privilegiada, uma vez que, no que se refere às outras infrações que haviam sido trazidas pela Esh, os assuntos foram tratados pelas áreas responsáveis.

14. O recurso foi encaminhado ao Colegiado, que acompanhou o entendimento da área técnica (2460589), não cabendo, portanto, outro recurso em relação ao Ofício Interno em questão, a não ser como pedido de reconsideração da decisão do Colegiado.

15. Feito esse esclarecimento, cumpre elucidar que o ilícito de *insider trading* exige para sua configuração a presença do dolo da conduta, isto é, a intenção de auferir vantagem com o uso da informação privilegiada mediante compra e venda de valores mobiliários. Com efeito, o art. 13 da Resolução CVM nº 44/21, que reproduz vedação contida no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, assim estabelece:

16. Nesse sentido, cabe registrar que a comprovação do dolo da conduta é tarefa extremamente complexa, pois não se pode adentrar à mente do investidor para verificar se sua intenção com os negócios realizados era obter vantagem

indevida mediante uso de informação relevante não divulgada.

17. Assim, conforme já amplamente assentado nos precedentes desta autarquia, em regra, a comprovação do dolo se dá por meio de provas indiciárias, sendo certo que o conjunto probatório capaz de fornecer certeza necessária da prática deve ser composto por elementos sólidos, consistentes e convergentes, sem que, principalmente, estejam presentes contra indícios capazes de afastar essa certeza, pois, nesse caso, prevalece a dúvida em favor do suspeito, à luz do brocardo jurídico *in dubio pro reo*.

18. Dito isso, merece destaque que, em casos de uso de informação privilegiada, entre os principais indícios que apontam para prática do *insider trading* e que são considerados por esta área técnica como elemento importante para configurar justa causa suficiente e adequada para o aprofundamento da análise consistem:

(i) na atipicidade dos negócios suspeitos em relação ao padrão de negociação do investidor, pois entende-se que, nos casos em que o investidor possui acesso a informação privilegiada e pretende auferir vantagem com ela mediante compra e venda de valores mobiliários, a posição por ele assumida tende a ser mais expressiva em relação ao seu padrão de negociação, uma vez que, nesse caso, o investidor possui maior certeza quanto ao comportamento posterior do ativo, justamente em razão do conhecimento da informação não divulgada que potencialmente impactará os preços quando tornada pública.

(ii) na montagem da posição no sentido economicamente vantajoso da operação, tendo em vista o potencial impacto da informação nas cotações do ativo (se positiva ou negativa). De forma didática, quando a informação é potencialmente positiva, o sentido economicamente vantajoso consiste na compra do ativo antes da divulgação da informação. Quando negativa a informação, a posição economicamente vantajosa é a venda do ativo antes da sua divulgação.

19. Nesse último ponto específico, outro elemento que representa contra indício importante da prática é a desmontagem da posição assumida antes da divulgação da informação, pois é razoável considerar que o *insider*, em regra, aguardará a divulgação da informação para se desfazer da posição com o maior lucro possível, pois é a partir daí que as cotações sofrem o impacto da informação.

20. Voltando ao caso concreto, o denunciante apresentou em seu recurso uma lista com todas as divulgações efetuadas pela Companhia no período e pleiteia que seja iniciada complexa e extensa investigação em relação a todos os negócios realizados pelo denunciado antes dessas divulgações - para o que inclusive se requer o necessário mapeamento de todas as pessoas que tiveram acesso prévio a essas informações desde de sua concepção até sua divulgação pública para identificar possível caminho da informação até o denunciado.

21. No entanto, sua denúncia não continha qualquer elemento objetivo que aponte para indício mínimo da prática. Com efeito, estão ausentes no caso os dois principais indícios mencionados anteriormente e ainda, presente o contra indício citado anteriormente, cabendo transcrever, nesse sentido, trecho da decisão recorrida contida no Ofício Interno nº 14/2025/CVM/SMI/GMA (2353241).

"avaliando as operações dos fundos como um todo, a partir dos volumes negociados apresentados nas Tabelas 1 e 2, percebe-se que

[REDACTED]. A partir dos volumes financeiros negociados pelos fundos, não foi possível identificar uma quebra de padrão operacional ou a adoção de um padrão operacional que implicasse em alguma direcionalidade dos preços do ativo negociado. Por fim, considerando que [REDACTED] passou a atuar como Conselheiro da Companhia em

25.04.2024,

(grifo nosso)

22. Cabe observar, por oportuno e nesse passo, que as presunções de que tratam os parágrafos do art. 13 da Resolução CVM nº 44/21 são relativas e não subsistem diante da presença de contra indícios que afastam a certeza da prática, como ocorre no caso concreto, ao menos neste momento e diante das informações ora disponíveis.

23. Dessa forma, sugerimos que o recurso seja submetido ao Colegiado para deliberação, ocasião em que esta Superintendência se coloca à disposição para assumir a relatoria, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Atenciosamente,

ANDRÉ LUIZ PEREIRA DE SOUSA
Coordenador da Equipe de Comunicações da GMA

De acordo,
Ao SMI,
LEONARDO BLATTNER PUPO
Gerente de Acompanhamento de Mercado
Em exercício

De acordo,
Ao SGE,
ANDRÉ FRANCISCO LUIZ DE ALENCAR PASSARO
Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

De acordo,
À EXE,
ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Andre Luiz Pereira de Sousa, Coordenador da Equipe de Comunicações**, em 06/10/2025, às 11:03, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Leonardo Blattner Pupo, Gerente em Exercício**, em 06/10/2025, às 11:04, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Superintendente**, em 07/10/2025, às 14:39, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador [REDACTED] e o código CRC [REDACTED]

This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" [REDACTED] and the "Código CRC" [REDACTED]