



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384)

Data do julgamento: 26/11/2019

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo

Ementa: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Infração ao item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/79. Infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76. Absolvição.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1 . Por maioria de votos, **absolver Jaime Augusto da Cunha Rebelo** da acusação de *uso de informação privilegiada*, infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76; e

2 . Por unanimidade de votos, **absolver Jaime Augusto da Cunha Rebelo** da acusação de *manipulação de preços no mercado de valores mobiliários*, prática vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79.

A sessão teve início em 08 outubro de 2019, ocasião em que o Relator, Diretor Gustavo Machado Gonzalez, votou pela absolvição de Jaime Augusto da Cunha Rebelo de todas as imputações que lhe foram feitas. Em seguida, a sessão foi suspensa, em razão do pedido de vista dos autos feito pelo Diretor Henrique Machado.

Ausente o acusado, sem representante constituído nos autos.

Presente o Procurador Federal Leonardo Montanholi, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Henrique Balduino Machado Moreira, e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

A Diretora Flavia Sant'Anna Perlingeiro não participou da sessão de julgamento.

Em 26 de novembro de 2019, na continuação da Sessão de Julgamento, o Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, em sua manifestação de voto, verificou a presença de indícios múltiplos, consistentes e convergentes de que Jaime Augusto Cunha Rebelo negociou ações da All Ore ciente dos resultados preliminares dos estudos sobre a exploração de ouro no Projeto Igaracy 1, localizado na Paraíba. Diante disso, votou pela condenação do acusado à multa no valor de R\$ 100.000,00 pela acusação de Insider Trading. Quanto à acusação de manipulação de preços, o Diretor Henrique Machado acompanhou o voto do Diretor Relator, que propôs a absolvição do acusado.

O Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, em sua manifestação, concordou integralmente com a fundamentação e as conclusões do Diretor Relator Gustavo Gonzalez. O Presidente ainda esclareceu que, no seu entendimento, não há dúvidas que a comprovação dos elementos que configuram o Insider Trading pode ser feita por meio de prova indiciária, mas, no presente caso, o conjunto probatório não foi suficiente para condenar o acusado.

A Diretora Flávia Perlingeiro acompanhou o voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez e o Diretor Carlos Rebello acompanhou o voto do Diretor Henrique Machado.

Ausente o acusado, sem representante constituído nos autos.

Presente o Procurador Federal Leonardo Montanholi, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da continuação da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Flavia Sant'Anna Perlingeiro, Henrique Balduino Machado Moreira, e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 03/01/2020, às 17:15, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 03/01/2020, às 17:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 06/01/2020, às 09:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Diretor**, em 10/01/2020, às 11:56, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 21/01/2020, às 16:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, 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, informando o código verificador **0897867** e o código CRC **891258A4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0897867** and the "Código CRC" **891258A4**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° RJ2016/2384

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo

Assunto: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*)

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Este processo administrativo sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Jaime Augusto da Cunha Rebelo (“Jaime Rebelo”) por (i) manipulação de preços, definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução, e (ii) uso de informação privilegiada (*insider trading*), em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976. As duas imputações decorrem de operações realizadas em bolsa pelo acusado com ações ordinárias de emissão da All Ore Mineração S.A. (“All Ore” ou “Companhia”, código de negociação AORE3) no período de 08.05 a 24.08.2012 (“Período”).

2. O processo teve origem na BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), que, em seu trabalho de supervisão, identificou indícios de que Jaime Rebelo havia manipulado o preço das ações AORE3 no Período. Diante dessa constatação, a BSM instaurou processo administrativo disciplinar (“PAD BSM”) contra a corretora que intermediou os negócios considerados suspeitos e seu funcionário (“Operador”), que assessorava o acusado, e informou à SMI para que apurasse a responsabilidade do comitente.



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

3. A partir das informações enviadas pela BSM, a SMI fez suas apurações e, ao final, apresentou termo de acusação buscando imputar responsabilidade ao acusado.

II. ACUSAÇÃO

II.1. Pano de fundo: o contexto em que as infrações supostamente ocorreram

4. Este processo analisa negócios realizados com ações AORE3 em um período de aproximadamente três meses e meio. Durante esse período, a cotação do referido papel registrou valorização de 42,3%, saindo de R\$3,50 para R\$4,98.

5. Questionado pela SMI ainda na fase de investigação, Jaime Rebelo afirmou que realizou a primeira compra de ações AORE3 em julho de 2011, sendo que ao longo de 2012 foi aumentando sua posição. O acusado indica, ainda, ter adquirido uma pequena quantidade de ações (200) em 2013. No total, Jaime adquiriu 12.600 ações ao custo total de R\$50.430,40 – ou seja, seu custo médio por ação foi de, aproximadamente, R\$4,00. Em julho de 2014, vendeu todas as 12.600 ações por R\$6.617,24, apurando prejuízo de R\$43.813,16.

6. Informou também que foi o diretor financeiro da All Ore no período de julho de 2009 a março de 2010 e que resolveu comprar mais ações no Período analisado pela SMI “por conhecer o controlador e acreditar que a All Ore poderia vir a ser uma ótima oportunidade de negócio”. O acusado informou também ter atuado novamente na administração da Companhia entre maio de 2013 e agosto de 2014, dessa vez como membro do seu conselho de administração.

II.2. Manipulação de Preço

7. A Acusação alega que as operações de Jaime Rebelo com AORE3 entre maio e agosto de 2012 teriam tido a finalidade de elevar a cotação do papel. A conclusão é baseada na análise dos negócios realizados pelo acusado no Período e dos registros de conversas mantidas e e-mails trocados entre ele e o Operador.

8. Segundo a SMI, as operações realizadas por Jaime Rebelo foram determinantes para a forte valorização do papel no Período. Os dados encaminhados pela BSM demonstram que, entre 08.05 e 24.08.2012, o acusado atuou em 13 pregões, realizando 30 operações de compra, com volume de R\$27.304,00. Suas operações envolveram 6.900 ações AORE3 e,



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

em 70% das vezes, registraram oscilação positiva de preço em relação à operação anterior. Em 9 desses pregões, Jaime Rebelo representou 100% do total de compras do ativo.

9. No pregão de 08.05.2012, Jaime Rebelo realizou duas operações de compra de 100 ações cada. As operações foram submetidas a procedimento especial (leilão), em função da oscilação significativa em relação ao último negócio. O leilão teve início após a inserção de uma oferta de compra por Jaime Rebelo, ao preço de R\$4,00, para agredir uma oferta disponível no sistema de negociação, que levou a uma variação de 11,7% na cotação do papel. Em seguida, Jaime pediu para o Operador colocar uma nova oferta, mais uma vez submetida à leilão.

10. Em pregões distintos, Jaime Rebelo deu ordens envolvendo sucessivos lotes de 100 ações a preços crescentes, o que, segundo a Acusação, não era motivado pela aquisição ações pelo melhor preço possível, dada a suposta falta de fundamento econômico das operações, mas apenas de elevar a cotação do papel.

11. Em uma das conversas, via e-mail, no dia 11.06.2012, o acusado teria afirmado para o Operador que iria “puxar/manter essa ação na banda ‘alta’ dos R\$4,00”.

12. Em outra conversa, via telefone, no dia 17.08.2012, o Operador fez um alerta a Jaime Rebelo sobre a forma como ele vinha realizando as compras, uma vez que elas poderiam gerar variações de preço significativas no papel e isso poderia chamar atenção dos órgãos reguladores. *In verbis*:

“(…) Deixa eu te falar uma coisa, ele me passou aqui essa sua solicitação e você sabe que a variação que vai dar se a gente tomar esse no 4,79 dá quase 20% [a cotação estava, então, a R\$4,00]. É óbvio que vai a leilão. O risco que a gente corre é que uma variação muito grande em um papel de liquidez baixa [*sic*] isso pode chamar atenção dos órgãos reguladores. Então, em algum momento, a corretora pode ser (questionada), e você consequentemente também, por ser o passador da ordem, pode ter questionamento sobre essa operação. Então eu acho que se você quer comprar efetivamente, eu não vou te dizer que não faça, mas fica o alerta de que a gente corre o risco de ser questionado pela CVM.”

13. No leilão ocorrido no dia 22.08.2012, as ordens de compra realizada pelo acusado teriam elevado o preço teórico de R\$3,62 para R\$4,90. Durante a conversa mantida com o



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

Operador, Jaime afirmou: “É, ele não tem liquidez, eu to querendo juntar, mas não quero derrubar meu portfólio no final do mês de estar baixo, eu queria manter”.

14. A Acusação, assim, afirma que Jaime Rebelo manipulou o preço de AORE3, pois presentes todos os elementos que caracterizariam o referido ilícito, quais sejam:

- i. Utilização de processo ou artifício: colocação de ordens sucessivas de compra de ações com lotes pequenos e valores crescentes, mesmo quando havia ofertas de venda a preços inferiores;
- ii. Destinados a promover cotações enganosas, artificiais: as operações realizadas tinham a finalidade de provocar oscilações artificiais nos papéis, na medida em que as ordens de compra foram colocadas com propostas crescentes de preço, o que não teria nenhum fundamento econômico. No mesmo sentido, estariam as afirmações do investidor anteriormente transcritas;
- iii. Indução de terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas: ao realizar compras reiteradas com oscilações positivas de preço, o investidor provocou alteração artificial das cotações, induzindo terceiros a negociar o papel com base nas cotações artificiais provocadas; e
- iv. Presença do dolo de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas: conforme se depreende dos registros das ordens, era clara a intenção específica de Jaime Rebelo em “puxar/manter essa ação na banda “alta” dos 4,00”.

15. O fato de o acusado eventualmente ter tido prejuízo na alienação de sua participação em AORE3, em julho de 2014, não afastaria a configuração da manipulação de preço praticada em 2012, visto que o dispositivo exige apenas a intenção de induzir terceiros a negociar com base em falsos parâmetros de preço.

II.3. Uso de Informação Privilegiada

16. A Acusação afirma que Jaime Rebelo fez uso de informação privilegiada baseada nos indícios de que tinha a intenção de adquirir o papel mesmo pagando preços superiores aos que estavam sendo praticados no mercado. Além disso, a conversa mantida com o Operador no dia 22.08.2012 comprovaria a infração: “Na mão de outros tem 0,15% dessa empresa, eu vou tentar ao longo do tempo no prazo de um ano ter essas ações, mas eu não



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

quero disparar, eu estou disposto a 5,00 ou 6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, (pré-)operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. Ok?”.

17. Em 29.08.2012, a Companhia divulgou fato relevante comunicando que, em continuidade à sua estratégia de prospecção de ativos minerais, tinham sido concluídos de forma bastante satisfatória estudos de geoquímica e geofísica do Projeto Iguaracy 1, na Paraíba, com resultados anômalos em ouro ao longo de 24 km, sendo identificados seis alvos a serem pesquisados. Desta forma, em função dos resultados obtidos, a empresa planejava iniciar a campanha de sondagem nos meses seguintes (“Fato Relevante”).

18. Haveria, portanto, evidências suficientes de que **(i)** Jaime Rebelo teve acesso à informação antes de sua divulgação ao mercado, e **(ii)** adquiriu ações de emissão da Companhia de posse dessa informação com a finalidade de auferir vantagem, pois:

- i.** Afirmou em resposta ao ofício encaminhado pela área técnica que possuía relação com o acionista controlador da All Ore, tendo sido Diretor Financeiro da Companhia, entre julho de 2009 e março 2010, e, posteriormente, membro do Conselho de Administração, entre maio de 2013 e agosto de 2014;
- ii.** No período entre 04.06.2012 e 29.08.2012, adquiriu 6.400 ações AORE3, o que representaria mais de 50% (cinquenta por cento) do total dessas ações adquirido pelo investidor no período de 2009 a 2014;
- iii.** Após a divulgação do fato relevante de 29.08.2012, só voltou a negociar o papel em 21.12.2012, tendo adquirido apenas 400 ações em dezembro de 2012 e, posteriormente, mais 200 ações em fevereiro de 2013;
- iv.** Sua afirmação, ao transmitir a ordem de 22.08.2012 deixaria clara essa intenção (“eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. Ok?”); e
- v.** Estava disposto a pagar preços superiores aos praticados pelo mercado para a aquisição das referidas ações, sendo que, além do conhecimento da informação e sua perspectiva de obtenção de lucro, não existiria justificativa razoável para o interesse repentino e atípico no papel.



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

19. A Acusação conclui que, pelo menos a partir de 22.08.2012, Jaime Rebelo era possuidor da informação e realizou negócios com o papel AORE3 com a finalidade de auferir vantagem.

20. Adicionalmente, a SMI apontou, sobre a relevância da informação, que a sua divulgação não causou impacto aparente significativo no papel, embora a informação fosse potencialmente positiva e considerada relevante pela própria Companhia. Isso não afastaria a infração identificada.

III. DEFESA

21. Em 05.07.2016, Jaime Rebelo apresentou defesa tempestiva, alegando que: **(i)** efetuou as operações analisadas, mas teve prejuízo significativo (o custo total das ações adquiridas foi de R\$50.430,40 e o valor recuperado na venda da totalidade da participação, em junho de 2014, foi de apenas R\$6.617,24); **(ii)** realizou as operações de compra unicamente porque acreditava no sucesso da empresa com a descoberta de ouro; **(iii)** o valor das ações e as quantidades compradas seriam irrelevantes; **(iv)** não teve intenção de manipular o mercado; e **(v)** a baixa liquidez da ação fazia com que os valores envolvidos fossem suficientes para aumentar sua volatilidade.

22. Adicionalmente, reiterou suas alegações apresentadas ainda na fase de investigação, quais sejam, que: **(i)** por conhecer o controlador e acreditar que a All Ore poderia vir a ser uma ótima oportunidade de negócio, resolveu, entre maio e agosto de 2012, comprar mais ações; **(ii)** suas conversas gravadas queriam dizer que ele estava disposto, por acreditar na valorização, a manter suas ofertas no patamar alto à época, pois realmente estava disposto a comprar ações da All Ore, i.e., queria manter e comprar mais ações mesmo que fosse na “banda alta”; e **(iii)** que não recebeu informações sobre o fato relevante e não detinha conhecimento a seu respeito antes de sua divulgação, sendo que continuou a comprar algumas ações após essa data pelo mesmo preço unitário (ao redor de R\$4,00).

IV. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

23. Jaime Rebelo, juntamente com suas razões de defesa, propôs a celebração de Termo de Compromisso, comprometendo-se **(i)** a pagar à CVM o montante total de R\$5.000,00 (cinco mil reais) e **(ii)** a não comprar ações da All Ore até fevereiro de 2018.



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

24. Ao analisar os aspectos legais da proposta, a PFE concluiu pela inexistência de óbice legal à sua celebração.

25. O Comitê de Termo de Compromisso, no entanto, destacou a desproporcionalidade entre a proposta apresentada e a natureza e gravidade das infrações imputadas ao acusado. Para o Comitê, o caso demandaria julgamento por parte do Colegiado, visando a bem orientar as práticas do mercado em operações dessa natureza. Em face ao exposto, o Comitê recomendou a rejeição da proposta.

26. Em 11.10.2016, acompanhando o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, o Colegiado deliberou, por unanimidade, pela rejeição da proposta de Termo de Compromisso apresentada.

V. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

27. Em virtude da rejeição da proposta de Termo de Compromisso, esse processo foi então distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, a quem substituí no Colegiado. Ao final do seu mandato – e antes de minha posse – o processo foi provisoriamente redistribuído até que, no dia 14.07.2017, fui designado seu Relator.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 8 de outubro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/2384

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo

Assunto: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*)

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. OBJETO

1. Jaime Rebelo¹ foi acusado de praticar dois dos mais graves ilícitos do mercado de capitais: manipulação de preços e uso de informação privilegiada, conhecida pela expressão *insider trading*.

2. Em uma primeira análise, os fatos parecem corroborar as conclusões da Acusação. Durante o período coberto por este processo, de pouco mais de três meses, Jaime consistentemente adquiriu ações AORE3, colocando ordens a preços crescentes e respondendo, em certos pregões, por 100% do volume adquirido. De outro lado, o acusado possuía contato com o controlador da All Ore, tanto que havia integrado a administração da Companhia em período anterior e a ela retornou algum tempo depois, e suas compras foram realizadas pouco antes da divulgação de fato relevante.

3. No entanto, nem tudo é o que parece e as coisas muitas vezes transcorrem de modo diverso do esperado. A possibilidade de algo ter acontecido, portanto, não é suficiente para se concluir pela sua ocorrência, especialmente na esfera sancionadora. No caso em tela, julgo que os elementos trazidos pela Acusação não nos autorizam a concluir pela prática de nenhum dos dois ilícitos imputados ao acusado.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

4. Organizei este voto em cinco partes, incluindo esta introdução. Na segunda parte faço breves considerações sobre a relação entre os ilícitos de manipulação de preço e *insider trading*. Nas duas partes seguintes, examino separadamente as imputações referentes a cada um desses ilícitos, para então concluir na quinta parte.

II. INSIDER TRADING E MANIPULAÇÃO DE PREÇOS: APROXIMAÇÕES E DISTANCIAMENTOS

5. A acusação afirma que o mesmo conjunto de operações configurou manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Em certas circunstâncias, os dois ilícitos distintos podem, de fato, coexistir ou mesmo ser combinados; em outras, contudo, o concurso revela-se inconsistente. O caso dos autos, penso eu, se enquadra nessa segunda hipótese. Não obstante, para evitar generalizações indevidas a partir das conclusões obtidas em um caso específico, entendo oportuno, já de início, assinalar as aproximações e distanciamentos entre os dois tipos.

6. Diz-se privilegiada a informação que, ao mesmo tempo, é relevante e desconhecida do público². Aquele que possui uma informação cuja divulgação tende a impactar a cotação de determinado valor mobiliário pode se antecipar aos demais participantes do mercado, comprando o ativo sabendo que esse tende a se valorizar, ou vendendo-o antes da divulgação de notícia propensa a levar a sua desvalorização. A capacidade de se valer da informação privilegiada para obter vantagem indevida depende, em certa medida, de que suas negociações não impactem o preço do papel. Afinal de contas, deseja-se realizar operações nas condições correntes de mercado para se adiantar aos efeitos da divulgação da informação relevante que, naquele momento, é mantida em reserva.

7. Já a manipulação de preços, em termos bastante gerais, consiste na atuação com o propósito de alterar o regular funcionamento do mercado, induzindo os demais participantes a negociar em condições artificiais. Embora se trate de prática há muito reprimida em diversos ordenamentos jurídicos, doutrina e jurisprudência, aqui e alhures, até hoje não lograram defini-la de uma forma precisa³. Com efeito, a manipulação pode ser praticada por

² Sobre os elementos caracterizadores da informação privilegiada, reporto-me ao que disse no PAS CVM nº RJ 2014/0577, j. em 11.12.2017, de minha relatoria.

³ Para Fox, Glosen e Rauterberg, a manipulação é o conceito mais confuso para advogados e economistas (“Manipulation has been stock trading’s most confusing concept for lawyers and economists alike”) e, talvez,



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

expedientes das mais diversas naturezas, como, por exemplo, a realização de operações fictícias ou a divulgação de informações falsas. Ao contrário do agente que pratica o *insider trading*, que busca se antecipar a um movimento natural do mercado (a incorporação, na cotação do ativo, de uma informação relevante), o manipulador busca, com sua atuação, alterar as condições existentes no mercado para, assim, obter vantagem indevida.

8. Embora se trate de ilícitos distintos, é importante reiterar que em certas situações eles podem coexistir ou mesmo ser praticados de forma combinada. Assim, informações falsas podem ser divulgadas ao mercado para preservar ou mesmo majorar o caráter privilegiado de determinada informação. Em sentido contrário, a informação privilegiada pode ser um dos instrumentos empregados para afetar o regular funcionamento do mercado. Nesse sentido, Alexandre Brandão da Veiga:

“(…) nada impede que alguém associe a manipulação ao *insider trading*. Por forma a preservar a natureza privilegiada da informação alguém pode dar sinais enganadores ao mercado por via de informações enganosas ou falsas. A manipulação assume-se neste caso como um instrumento de proteção ao *insider trading*. Inversamente, alguém pode usar informação privilegiada para manipular o mercado com maior segurança. Neste caso, a manipulação foi possível, pelo menos nos termos em que ocorreu, graças à informação privilegiada.”⁴

9. De modo geral, entendo que a possibilidade do concurso de ilícitos deve ser sempre triplamente testada. A uma, para se verificar se todos elementos necessários para a prática de cada um dos ilícitos estão de fato presentes. A duas, para se confirmar se a coexistência dos tipos, ainda que possível, é factível e consistente. A três, para verificar se o concurso não é apenas aparente.

um dos mais controversos da regulação do mercado de capitais norte-americano (“manipulation may be the most controversial concept in securities laws”). FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*. New York: Columbia University Press, 2019, pp. 200-201. No mesmo sentido, aliás, Fischel e Ross já diziam em seu clássico trabalho acerca da matéria: “(…) despite much academic and judicial commentary, no satisfactory definition of the term has been offered”. FISCHEL, Daniel; ROSS, David. “Should the law prohibit ‘manipulation’ in financial markets?”. In: *Harvard Law Review*. Cambridge: The Harvard Law Review Association, v. 105, n. 2, 1991, p. 553.

⁴ VEIGA, Alexandre Brandão da. *Crime de manipulação, defesa e criação de Mercado*. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 154-155.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10. No caso em tela, como disse, as duas acusações me parecem inconciliáveis. Isto porque para sustentar a acusação de manipulação, alega-se que Jaime exerceu forte pressão compradora para fazer com que as ações AORE3 se valorizassem, atingindo um patamar. Já na acusação de uso informação privilegiada, afirma-se que Jaime sabia que o ativo iria se valorizar e se valeu das informações que tinha a esse respeito para adquirir ações se antecipando ao mercado.

11. Ora, no regime da Instrução CVM nº 08/1979, a manipulação de preços é um tipo doloso caracterizado pela prática de um ato comissivo com a intenção de induzir terceiros a negociar com base em falsos parâmetros de preços. Assim, o fato de um agente, detentor de informações privilegiadas, acabar alterando os parâmetros do mercado ao negociar valores mobiliários em antecipação à divulgação da informação relevante que, naquele momento, ainda não é pública, não autoriza a conclusão de concurso. Falta, no caso, o intuito de criar uma impressão falsa ou enganosa a respeito das condições de mercado, induzindo terceiros a negociar em um falso patamar.

12. Resumindo, embora, em tese, os tipos possam coexistir, entendo que, no caso em exame, as duas imputações estão baseadas em leituras conflitantes de um único conjunto de fatos. Ou o acusado buscou, com suas operações, valorizar artificialmente as cotações do papel para induzir terceiros em erro – circunstância em que estaria caracterizada a manipulação de preços –, ou realizou investimento por saber que esse, de fato, tendia a se valorizar quando da divulgação de informação relevante – hipótese em que restaria configurado o *insider trading*.

13. Com essa ressalva, passo ao exame individualizado de cada uma das acusações.

III. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

14. Começo pela manipulação de preços, definida na Instrução CVM nº 08/1979 como a “utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda” (item II, “b”). Como já dito, o tipo somente admite a modalidade dolosa.

15. No tipo administrativo de manipulação de preços, embora não exista o termo “artificial” na descrição da conduta proibida, há um elemento normativo de “engano”, pois



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

exige-se a constatação de um processo ou artifício destinado a induzir terceiros à negociação, por meio da variação das cotações de um valor mobiliário.

16. No caso em tela, a suposta manipulação teria sido implementada por meio de operações realizadas em bolsa a preços crescentes e, pelo que se depreende da peça acusatória, em quantidades idôneas a afetar as cotações. Como distinguir uma operação legítima daquelas realizadas com o propósito de manipular o mercado?

17. De certo, a diferença não reside no intuito de lucro. Investidores legitimamente aportam recursos no mercado de capitais com o intuito de obter ganhos econômicos. Compra-se um ativo na expectativa de sua valorização; vende-se determinado ativo quando se acredita que esse se depreciará.

18. A distinção também não está no efeito da operação, ou do conjunto de operações, no mercado, muito embora em muitos casos se trate de um fator importante na análise de acusações dessa natureza. É possível, por exemplo, que um investidor deseje se desfazer de uma quantidade grande de ações e que a sua pressão vendedora acarrete uma desvalorização do ativo. A depender da liquidez do mercado, mesmo negócios envolvendo quantidades relativamente pequenas podem ter impacto na cotação. Quando as eventuais alterações nas condições do mercado consistem em meros efeitos colaterais de uma operação, não há ilicitude⁵.

19. A ilicitude, no entanto, não surge do simples fato de o investidor realizar suas operações considerando os efeitos que a sua atuação terá no mercado. Um exemplo claro é a negociação de grandes lotes, isto é, quantidades superiores à demanda ou à oferta típicas de um determinado papel. Nestes casos, a colocação de uma única ordem a mercado ou uma

⁵ Como expõem Loss e Seligman ao comentarem uma antiga jurisprudência inglesa e os debates legislativos que resultaram no *Securities Exchange Act* de 1934: “*The dictum in Rex v. de Berenger that “raising or lowering the price of the public funds is not per se a crime” finds expression in the legislative reports underlying the Exchange Act. “If a person is merely trying to acquire a large block of stock for investment, or desires to dispose of a big holding,” the House Report says, “his knowledge that in doing so he will affect the market price does not make his action unlawful”*”

No Direito Comparado, temos o exemplo estadunidense de *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189, 209 (3d Cir. 2001): “Once again, short selling, even in large volumes, is not in and of itself unlawful and therefore cannot be regarded as evidence of market manipulation. That short selling may depress share prices, which in turn may enable traders to acquire more shares for less cash (or in this case, for less debt), is not evidence of unlawful market manipulation, for they simply are natural consequences of a lawful and carefully regulated trading practice”.



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

negociação agressiva contra as ofertas presentes no livro podem conduzir a um movimento abrupto nos preços, resultando em um preço médio de execução pior do que o que seria obtido se a negociação fosse diferida no tempo.

20. Não por outra razão, este tipo de negociação é comumente realizado por operadores capazes de administrar a execução das ordens, segundo o dever de melhor execução, procurando minimizar os custos de operação e, ainda, procurando evitar uma exposição negligente da quantidade demandada (ou ofertada) que permita sua detecção por outros investidores, capazes de explorá-las em seu favor⁶.

21. É importante notar, ademais, que a eficiência de um mercado⁷ reside justamente na sua capacidade de fazer com que a cotação de determinado ativo reflita as informações acerca do ativo. É a atuação dos investidores, em especial daqueles que negociam com base em informações, vendendo o ativo quando concluem que esse está sendo negociado por um preço superior àquele indicado em suas avaliações, e comprando-o quando entendem que o preço praticado pelo mercado subavalia os fundamentos da companhia, que faz com que o preço dos valores mobiliários convirja para um patamar que reflete a avaliação média do mercado acerca da companhia⁸.

22. Se as operações lícitas e ilícitas buscam o lucro e têm o potencial de impactar o mercado, é a intenção do investidor que distingue a manipulação da especulação legítima. Na manipulação, o impacto nas variáveis de mercado é o meio escolhido pelo investidor para atingir seu objetivo. Há, então, lesão àquilo que a norma busca proteger: a formação

⁶ “Although block trades represent a small fraction of all trades in most markets, they often account for much of the total trading volume due to their large sizes. Block traders arrange most block trades on behalf of large institutions and very wealthy individuals. Large traders often have a significant impact on prices. They therefore must arrange their trades very carefully in order to control their transaction costs. Block traders must especially consider how they expose their orders so as to avoid losing to front runners and quote matchers.” HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 322.

⁷ Podemos sintetizar a noção de mercado eficiente como aquele em que: (a) os preços refletem adequadamente as informações disponíveis aos agentes econômicos; (b) a cada nova informação não esperada, os preços convergem rapidamente para um novo patamar, próximo do que seria o “valor intrínseco” do ativo; (c) investidores competem entre si pelas oportunidades, fazendo com que os preços se movimentem de modo relativamente contínuo. Cf. REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10. ed. Mason: CENGAGE Learning, 2012, pp. 96-97.

⁸ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. “The mechanisms of market efficiency”. In: *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.



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

adequada dos preços, que devem refletir o encontro desimpedido da oferta e demanda e, não o interesse particular de determinados investidores. Como assinala Marcelo Cavali:

“A diferença essencial entre especuladores e manipuladores, nesse sentido, é que aqueles exploram as variações do mercado, estes as causam. A especulação é, em princípio, realizada dentro das regras do mercado e, portanto, autorizada.”⁹

23. No caso em tela, é incontroverso que as operações realizadas pelo acusado tiveram grande impacto no preço do ativo negociado. A controvérsia se dá quanto ao elemento subjetivo, i.e., se as compras realizadas por Jaime Rebelo buscaram elevar a cotação de AORE3 a um falso patamar.

24. A imputação de manipulação feita pela SMI se baseia em diversos elementos, entre eles **(i)** o uso de colocação de ordens de pequeno lote a preços crescentes, **(ii)** a conversa de 22.08.2012, quando Jaime Rebelo afirmou: “É, ele [o ativo AORE3] não tem liquidez, eu to querendo juntar, mas não quero derrubar meu portfólio, no final do mês de estar baixo, eu queria manter” e **(iii)** e-mail de 15.06.2012 “compra as 100 ações sendo ofertadas há dias, por 3,98! Vou puxar/manter essa ação na banda “alta” dos 4,00! Grato, Jaime”.

25. Por outro lado, o acusado alega que as operações por ele cursadas tinham propósitos econômicos legítimos, i.e., que acreditava na valorização das ações mencionadas. Especificamente a respeito de suas afirmações supratranscritas, alega que elas queriam dizer que ele estava disposto a comprar mais ações da All Ore mesmo que fosse no “patamar alto de ofertas à época”¹⁰.

26. Não obstante os fatos apontados pela Acusação, não considero que o conjunto probatório seja robusto o suficiente a autorizar a conclusão de que Jaime Rebelo agiu com intenção de alterar a cotação de AORE3, uma vez que há diversos outros elementos que demonstram que as compras realizadas pelo acusado eram baseadas em propósitos econômicos legítimos, nomeadamente na crença de futura valorização.

27. A título de exemplo, Jaime Rebelo afirmou em 08.05.2012: “Eu estou querendo comprar essas ações. É uma potencial mina de ouro esse treco aí, chama All Ore e eles

⁹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais - Fundamento e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 296.

¹⁰ Doc. 0084420.



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

compraram uma exploração de mina de ouro e se der certo isso aí pode ser um bom negócio (...).”.

28. Em 22.08.2012, durante um leilão, Jaime Rebelo demonstra sua convicção sobre a valorização futura da ação e afirma que estava disposto a pagar mais do que o preço de mercado do ativo.

Jaime: Então põe, 100 a R\$4,98, vamos ver o que acontece. Na mão de outros tem 0,15% dessa empresa, eu vou tentar ao longo do tempo no prazo de um ano ter essas ações, mas eu não quero disparar, eu estou disposto a R\$5,00 ou R\$6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, pré-operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. ok?

Operador: Você está comprando 100 ações por enquanto está saindo no R\$4,90.

Jaime: Perfeito.

Operador: Se precisar vou até R\$4,98 é isso?

Jaime: Pode ir a R\$5,00.

Operador: Ta bom, ah saiu a R\$4,90 ok?

Jaime: Ok, abraço, tchau.

Operador: Tchau.

29. Uma das conversas que a Acusação tomou como evidência da intenção de manipular o preço do mencionado ativo foi a do dia 17.08.2012. Após o Operador alertar de maneira clara que variações grandes de preço de papéis de baixa liquidez chamariam atenção dos órgãos reguladores, Jaime Rebelo perguntou: “O que eles podem questionar se eu estou interessado?”. A pergunta, a meu ver, indica mais uma vez que as operações de compra estavam orientadas pela crença de futura valorização e não por intuito de produzir preços artificiais.

30. Jaime Rebelo utilizava ordens de pequeno lote a preços crescentes, que, na visão da Acusação consistiria em artifício para elevar o preço do papel artificialmente¹¹. O argumento não me convence, uma vez que, pelo contexto dos fatos, parece-me mais plausível assumir

¹¹ A título de exemplo, em 04.06.2012 o acusado enviou e-mail para o Operador com o seguinte teor: “por favor coloque as seguintes ordens p/ comprarmos AORE3: 100@ 3,70, 100@ 3,75, 100@ 3,80”.



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

que o acusado queria garantir que seria dele a melhor oferta de compra disponível no mercado e, assim, o provável comprador de todas e quaisquer ofertas de venda que surgissem para aquele ativo de baixíssima liquidez. Esse entendimento se apoia nos trechos supracitados que demonstram a convicção do acusado de que as ações se valorizariam e que aceitaria comprar as ações mesmo que a preços maiores que aqueles já realizados por outros investidores.

31. Vale pontuar que é verdade que a utilização de colocação de ordens de pequeno lote a preços crescentes pode ser um indício de manipulação de mercado, tal como na modalidade internacionalmente conhecida como *pump and dump*¹², em que há a compra de um ativo, mediante a utilização de ardil ou artifício para elevar a sua cotação e, finalmente, a venda a preços artificialmente majorados. A título de exemplo, no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5194, pontuou-se que a utilização de duas operações destinadas a puxar o preço em um dia de baixíssima liquidez ajudou a manter elevada a cotação do papel no mercado e, nos três dias posteriores, os responsáveis venderam grande quantidade de papéis, o que demonstraria a intenção de elevar artificialmente a cotação para a posterior venda a preços vantajosos¹³.

32. No entanto, o acusado não realizou a segunda parte da prática mencionada, i.e., não vendeu as ações após a alta dos preços. Segundo consta dos autos, Jaime Rebelo realizou compras à vista durante o período analisado: os negócios tiveram início em 03.02.2012 e seguiram até 29.08.2012; em dezembro do mesmo ano e em fevereiro de 2013 foram realizadas novas compras em quantidades menores; e somente em junho de 2014 o acusado vendeu todas as ações que detinha.

¹² A título de exemplo, o Relatório “ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation” publicado pela ESMA (*European Securities and Market Authority*) em 03.02.2015 define a prática como “Taking of a long position in a financial instrument, (...) and then undertaking further buying activity and/or disseminating misleading positive information about the financial instrument (...) with a view to increasing the price of the financial instrument (...) by the attraction of other buyers. When the price is at an artificial high level, the long position held is sold out – usually known as pump and dump”. Acessível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>. Acesso em 01.09.2018.

¹³ PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 19.12.2014. Ver item 47 do voto.



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

33. À semelhança do negócio-alvo a ser executado nas práticas de *spoofing* e *layering*, baseados na manipulação de ofertas¹⁴, na manipulação por meio de operações espera-se que a vantagem indevida seja obtida por meio da execução de ordens no sentido contrário ao que negociam os investidores induzidos em erro. Seja por meio de ordens, por meio de negócios ou de ambos, a essência da manipulação é a ausência de um fundamento econômico para o movimento dos preços, porque este movimento foi gerado para criar uma percepção equivocada do sentido dos preços e, assim, induzir terceiros em erro. Deve haver um conjunto de indícios suficientes para que se afirme que, sem a atuação do manipulador, tal movimento dos preços não ocorreria.

34. Tal indício – a busca de obtenção de uma vantagem indevida por meio de uma estratégia de saída apta a explorar os terceiros induzidos a erro – não foi observado no presente caso.

35. Embora o tipo administrativo de manipulação de preços não exija a finalidade de obtenção de vantagem indevida, mostra-se pertinente para fins probatórios e de contextualização dos fatos que a Acusação faça considerações sobre o que teria motivado Jaime Rebelo a manipular o mercado. No caso em apreço, não há nada nos autos a indicar que o acusado viria a obter algum benefício para si ou para terceiros com a suposta manipulação. Pelo contrário. De maneira oposta ao que se esperaria de um manipulador, o acusado continuou a comprar as mencionadas ações e manteve-as por prazo dilatado, comportamento que, *prima facie*, não se coaduna com o esperado de quem age em desacordo com a Instrução CVM nº 08/1979.

36. Ante todo o exposto, entendo que o quadro probatório é duvidoso e incapaz de autorizar uma condenação administrativa. Por conseguinte, voto pela absolvição do acusado da imputação de manipulação de preços.

IV. USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

37. A acusação também alega que Jaime Rebelo utilizou informações privilegiadas para obter vantagem indevida nas negociações com o papel durante o período.

¹⁴ Sobre a manipulação de ofertas, cf. o PAS 19957.006019/2018-26, j. em 01.10.2019, Rel. Presidente Marcelo Barbosa.



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

38. A caracterização do *insider trading* requer a presença de três elementos: **(i)** a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), **(ii)** a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida. Os elementos, vale dizer, encontram-se logicamente encadeados. Afinal de contas, não se pode ter algo que não existe, tampouco se valer de algo que não se tem.

39. A jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios¹⁵.

40. No caso em tela, a acusação se sustenta em cinco indícios:

- i. **Primeiro indício:** o fato de o acusado ter, em 22.08.2012, dito ao Operador que achava que a companhia havia descoberto ouro, com o pedido que a informação fosse mantida em reserva (“eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. Ok?”);
- ii. **Segundo indício:** o fato de a Companhia ter divulgado aviso de fato relevante em 29.08.2012.
- iii. **Terceiro indício:** a relação entre o acusado e o acionista controlador da All Ore. Nesse sentido, destaca que Jaime Rebelo foi Diretor Financeiro da Companhia entre julho de 2009 e março 2010 e, posteriormente, membro do seu conselho de administração, entre maio de 2013 e agosto de 2014;
- iv. **Quarto indício:** o fato de o acusado, em suas interações com o Operador, ter indicado forte intenção de adquirir o papel e disposição de pagar preços superiores aos que estavam sendo praticados no mercado; e
- v. **Quinto indício:** o comportamento supostamente atípico do acusado, que, entre 04.06 e 29.08.2012, adquiriu 50% (cinquenta por cento) do total de ações AORE3 que acumulou entre 2009 a 2014. Em reforço, a acusação aponta que, após a divulgação

¹⁵ Cito, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do aviso de fato relevante de 29.08.2012, o acusado somente voltou a negociar o papel em 21.12.2012, tendo adquirido pequenas quantidades do ativo desde então.

41. Como demonstrarei ao longo desta seção, o conjunto probatório não me parece suficiente para suportar uma condenação administrativa.

42. Com relação ao primeiro indício, entendo que não se pode considerar o telefonema de 22.08.2012 como confissão de que o acusado detinha informação privilegiada, ainda que sua fala seja, sem dúvida, suspeita. Dois julgados relativamente recentes servem como um importante alerta quanto aos cuidados que se deve tomar ao analisar uma acusação de uso indevido de informação privilegiada cuja principal prova é uma gravação na qual o suposto infrator faz referência à informação que possui.

43. Refiro-me aos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/2714 e RJ2014/10082. O primeiro apurou o suposto uso de informação privilegiada por um terceiro não ligado à companhia aberta. Baseando-se, sobretudo, em uma gravação telefônica na qual o acusado disse ao intermediário que lhe atendia ter recebido informação privilegiada de um executivo da companhia e no *timing* das operações realizadas, entendeu-se configurada a prática do *insider trading*. Já o segundo caso tratou de analisar a responsabilidade do executivo mencionado no processo original pelo repasse de informação privilegiada. Ao revisar os fatos, o Colegiado concluiu não ter provas suficientes de que a conversa envolveu a transmissão de informação privilegiada e decidiu absolver o executivo.

44. Como ressaltei no voto que proferi no julgamento do PAS CVM nº 26/2010, a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação, pois é (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado. Como consequência, “[o] princípio do *full and fair disclosure* não proíbe a companhia de participar de conversas reservadas, desde que não coloque o seu interlocutor em uma posição de assimetria relevante. O que a regulação exige é que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva.”¹⁶

¹⁶ PAS CVM nº RJ2015/1591, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.



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

45. É possível, por exemplo, que o executivo de uma companhia aberta manifeste em uma reunião social estar otimista com as perspectivas no trabalho. Um de seus interlocutores pode deduzir – ou crer ter deduzido – que as ações da companhia na qual o executivo trabalha irão se valorizar e decidir investir nas ações. Diante desse quadro, pode-se dizer que o comportamento do executivo foi inapropriado, mas não concluir ter havido repasse de informação privilegiada.

46. Podem, inclusive, existir casos em que um receptor *equivocadamente* acredita que a informação que lhe foi transmitida é privilegiada. Trata-se, justamente, da conclusão do Colegiado no PAS CVM nº RJ2014/10082, o que levou o então Diretor Pablo Renteria no voto que proferiu a bem pontuar que “[c]umpre submeter tal prova [a gravação] a escrutínio rigoroso de modo a verificar se há nelas elementos que atestam a sua fidedignidade, ou, em sentido oposto, evidenciem uma provável distorção da mensagem recebida e supostamente retransmitida”.

47. Nessa perspectiva, causa espécie o fato de a acusação não ter investigado a origem da suposta informação privilegiada. Embora a jurisprudência da CVM admita que o uso de informação privilegiada pode, em certos casos, restar demonstrado independentemente da identificação da fonte¹⁷, a área técnica deve sempre buscar apurar a origem do vazamento. Trata-se, na minha visão, de medida de fundamental importância para evitar a prática do ilícito e reforçar a hígidez do nosso mercado¹⁸.

48. Ainda mais problemático é o fato de a Acusação não ter buscado apurar junto à Companhia maiores informações acerca dos estudos de geoquímica e geofísica referentes ao Projeto Iguaracy 1, objeto do aviso de fato relevante de 29.08.2012. Afinal de contas, as operações tidas como irregulares se deram durante um período relativamente longo de tempo – mais de dois meses – e começaram muito antes (04.06.2012) do aviso ser divulgado. São,

¹⁷ Nesse sentido, cf. p. ex. PAS CVM nº 24/2005, j. em 7.10.2008, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto; PAS CVM nº 10/08, j. em 23.11.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº 11/08, j. em 21.8.2012, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº RJ2012/8010, j. em 21.7.2015, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Machado; e PAS CVM nº 2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.

¹⁸ Nesse sentido, o legislador de 2017 criminalizou o repasse de informação privilegiada por quem a ela tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor, equiparando-o ao uso indevido de informação privilegiada, esse tipificado desde 2001. Cf. §1º do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, incluído pela Lei nº 13.506/2017.



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

também, bastante anteriores ao telefonema em que o acusado supostamente confessou saber da descoberta de ouro.

49. De certo, nem sempre se pode precisar o momento a partir do qual uma informação se torna relevante, especialmente quando essa se refere a (ou se insere em) um processo multifásico. Não obstante, isso não exige a acusação de buscar apurar como transcorreu o processo que culminou na divulgação do fato relevante.

50. Sem maiores informações acerca do processo de contratação e elaboração dos estudos referentes ao Projeto Iguaracy 1 não temos como avaliar se o padrão de negociação do acusado durante o período suspeito pode ser considerado um indício de *insider trading*, especialmente em sua parte inicial. Por exemplo, se as análises começaram em julho ou mesmo em agosto, teríamos que reconhecer que o acusado já vinha adquirindo ações da Companhia antes de as informações que culminaram com o fato relevante começassem a ser gestadas.

51. Noto, nesse sentido, que no já referido diálogo de 08.05.2012, Jaime Rebelo não parece ter convicção quanto ao sucesso da campanha exploratória da Companhia: “É uma potencial mina de ouro esse treco aí, chama All Ore e eles compraram uma exploração de mina de ouro e se der certo isso aí **pode ser** um bom negócio” (grifei).

52. Ora, se por acaso Jaime começou a adquirir o papel quando não possuía informação relevante, os indícios relacionados ao seu padrão de negociação (nomeadamente o quarto e o quinto indícios) perdem força como sustentáculos da tese acusatória. Ou seja, o padrão de negociação do acusado, apontado pela acusação como indício da prática de ilícito, pode ser de fato um argumento de defesa.

53. Assim, por mais que as operações do acusado me pareçam suspeitas, especialmente à luz de sua manifestação de 22.08.2012, não vejo como considerar os indícios coletados pela Acusação como um conjunto robusto e consistente que possa ser equiparado a uma prova indiciária.

54. É possível que o problema decorra do fato de a acusação ter concluído sua análise sem maior aprofundamento. Com efeito, após analisar os autos, tenho a impressão de que a acusação entendeu que o fato de o acusado ter começado a negociar era prova suficiente de que ele tinha a informação.



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

55. Nesse ponto, parece-me importante reafirmar o que disse em outra oportunidade: a negociação pelo *insider* pode, em certos casos, ser indício da existência de informação relevante¹⁹ – afinal de contas, a relevância dessa informação reside justamente em sua capacidade de influenciar na decisão do investidor. Não pode, contudo, ser considerada prova suficiente do ilícito, sob pena de se construir uma definição circular, que torna dispensável o elemento que está na gênese do *insider trading*: a existência da informação privilegiada²⁰.

56. Dito isso, é forçoso reconhecer que o caso em tela se distingue dos precedentes em aspectos relevantes. Em primeiro lugar, por não envolver a negociação por um *insider* primário, mas por alguém que não se enquadra em nenhuma das hipóteses do caput do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, mas que supostamente recebeu a informação. Não há, portanto, qualquer disposição regulamentar que nos permita presumir o acesso²¹.

57. A segunda distinção é ainda mais importante e reside no fato de que nos precedentes não havia dúvida quanto à existência da informação, mas sobre a sua relevância. No caso em tela, contudo, a questão vai além da possibilidade de se presumir a relevância de determinada informação em razão do fato de o seu detentor ter decidido negociar. Com efeito, subscrever a tese acusatória e concluir pela prática do ilícito, ao menos durante todo o período em que esse alegadamente foi praticado, requer que se presuma, inclusive, a existência da informação.

¹⁹ Nesse sentido, a Suprema Corte dos Estados Unidos opinou que “trading and profiting by insiders can serve as an indication of materiality”. In *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

²⁰ Como adverte Stephen Bainbridge: “[a] major issue in insider trading cases is whether the allegedly illegal insider trading can serve as proof that the facts on which the insider traded were material. The problem, of course, is the potential for bootstrapping: if the allegedly illegal trade proves that the information is material, the materiality requirement becomes meaningless – all information in the defendant’s possession when he or she traded would be material”. BAINBRIDGE, Stephen. *Securities Law – Insider Trading*, 2nd ed. Nova York: Foundation Press, 2007, p. 36.

²¹ Vale lembrar, inclusive, que o artigo 13, §2º, da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece uma presunção de acesso à informação privilegiada para os administradores da companhia. A regra, no entanto, se aplica somente aos “administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento”. Sobre o regime de presunções da Instrução CVM nº 358/2002 e, mais especificamente, sobre a regra do §2º do artigo 13 do referido regulamento, remeto-me ao que escrevi no artigo “O Regime de Presunções da Instrução CVM nº 358/2002: Análise Crítica”. In: YARSHELL, Flávio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário – Volume III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 261-262.



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

58. Como proceder em situações como essa, em que existem indícios da prática de ilícito, mas esses não são múltiplos, consistentes e convergentes? Não enxergo outra solução que não concluir que pela improcedência da acusação. O ônus de demonstrar a autoria e materialidade é sempre de quem acusa. Em homenagem ao princípio da presunção de inocência, os casos de dúvida devem sempre ser resolvidos em favor do acusado.

59. Ante todo o exposto, concluo que a SMI não comprovou que Jaime Rebelo violou o disposto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

V. CONCLUSÃO

60. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Jaime Augusto da Cunha Rebelo de todas as acusações a ele imputadas neste PAS.

É como voto.

Rio de Janeiro, 8 de outubro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator



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
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/2384

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo

Assunto: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*)

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO-VISTA

I. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de Jaime Augusto da Cunha Rebelo (“Jaime Rebelo” ou “Acusado”) por (i) manipulação de preços, definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução, e (ii) uso de informação privilegiada (*insider trading*), em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976. As infrações teriam ocorrido nas operações realizadas em bolsa pelo acusado com ações ordinárias de emissão da All Ore Mineração S.A. (“All Ore” ou “Companhia”, código de negociação AORE3) no período de 08.05 a 24.08.2012 (“Período”).

2. Iniciado o julgamento do processo em 8 de outubro de 2019, o Ilustre Diretor Relator Gustavo Gonzalez concluiu que o quadro probatório é duvidoso e incapaz de autorizar uma condenação administrativa pela prática de manipulação de preços, conforme definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução. E entendeu que os indícios da prática de *insider trading* não seriam múltiplos, consistentes e convergentes, razão pela qual concluiu pela absolvição do Acusado também quanto a essa infração.

3. Em que se pese as fundamentadas razões do Relator, formo convicção diversa face ao conjunto fático-probatório constante dos autos em relação à acusação de uso de informação privilegiada. Pelas razões que passo a expor, tenho por configurada a infração de que trata o artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976.



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

www.cvm.gov.br

II. DO *INSIDER* SECUNDÁRIO

4. No presente caso, como o Acusado não possuía vínculos com a Companhia emissora dos valores mobiliários à época dos fatos, a Acusação procurou demonstrar a verossimilhança do acesso à informação sigilosa, na medida em que não se presume o conhecimento dele da informação ainda não divulgada ao mercado, como ocorre no caso dos chamados *insiders* primários. Com base em diversos indícios reunidos na fase de instrução, especialmente a coincidência temporal das aquisições, a atipicidade das operações e a gravação da ligação telefônica com o intermediário, a SMI concluiu que Jaime Rebelo teria comprado ações ordinárias da All Ore mediante o uso de informações sigilosas ainda não divulgadas.

5. A proibição ao uso indevido de informação privilegiada pelos *insiders* secundários ou de mercado está prevista 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.

6. Um exame cuidadoso do tipo infracional revela que o ilícito contém quatro elementos¹: (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 terceiros.

7. A comprovação de um ou mais elementos do *insider trading* pode ocorrer por meio de indícios, a chamada prova indiciária, que equivale aos demais meios de prova, conforme estabelecido no art. 239 do Código de Processo Penal como “*a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias*”.

8. Neste sentido, o Ministro do Supremo Tribunal Federal (“STF”) Luiz Fux destacou nos autos da Ação Penal nº 470 a possibilidade de utilização da prova indiciária citando expressamente os casos de *insider trading*, conforme trecho a seguir transcrito:

¹ Neste mesmo sentido é o artigo do ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade “*Vedações à Negociação de Valores Mobiliários*”, publicado no livro “*Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*”, organizado pelo prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Nivaldo França e publicado pela Ed. Malheiros Editores, 2016, p. 15 / pg. 28



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
www.cvm.gov.br

No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de *insider trading* (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.

9. Na mesma linha, o Colegiado² da CVM já teve oportunidade de se manifestar em diversas ocasiões que o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias. Advirta-se que não basta qualquer indício, pois a existência do mero indício não autoriza a condenação, mas a existência da prova indiciária representada por indícios múltiplos, veementes e convergentes, que permitam uma conclusão segura acerca do fato a ser provado. Neste sentido, traz-se à colação excerto do voto do Diretor Otavio Yazbec, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011:

Preliminarmente, contudo, gostaria de ressaltar que, como exposto pelo Diretor-relator, nos casos envolvendo insiders secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal.

10. A bem da verdade, não se trata de questão recente, pois o primeiro inquérito administrativo da CVM (nº 01/1978), julgado em 2.2.1979, tratou da prática de *insider trading* por administradores da Servix Engenharia S/A, e, já naquela época, a condenação dos acusados se deu com base em prova indiciária. Tal decisão foi submetida ao crivo do Poder Judiciário, que manteve a condenação ao declarar que diante de “*uma série de indícios veementes, perspicuos, formando um conjunto probatório convincente da prática do insider trading, incide, destarte, a regra do art. 155, e seus parágrafos, da Lei 6.404./76*”.³

11. Como se vê, a utilização da prova indiciária é de especial importância em contextos

² PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012.

³ PARENTE, Norma Jonssen. “*Tratado de Direito Empresarial – VI - Mercado de Capitais*”. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 2016, pg. 613.



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

www.cvm.gov.br

de infrações nas quais nem sempre é possível obter uma prova direta dos envolvidos no momento exato do cometimento do ilícito. Esse é o entendimento pacífico desta Autarquia⁴, que já decidiu não ser imprescindível obter prova direta do elo entre os acusados de *insider trading* e a informação privilegiada, desde que seja possível extrair das demais provas dos autos que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os acusados chegaram a tal informação. Cabe mencionar, neste sentido, a decisão do Diretor Marcos Barbosa Pinto, proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº24/2005, julgado em 7.10.2008:

o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida.

12. Outro não foi o entendimento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN⁵, que, ao apreciar o recurso da decisão do PAS 24/2005, asseverou como se segue:

a configuração do ilícito de insider não depende necessariamente da prova do acesso à informação, exigindo-se, no entanto, uma pluralidade de indícios que denotem que a negociação se deu com base em informação privilegiada.

13. De fato, como já destacado pelo Diretor Relator, a jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios⁶. Assim, o que importa é que o conjunto de indícios reunidos no processo leve à firme conclusão que a pessoa negociou ações de posse de uma informação privilegiada, ciente de que esta tinha tal qualidade e com a finalidade de obter vantagem.

14. No mesmo sentido, é o relatório da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) quanto à regulação da prática de *insider trading* nos mercados emergentes⁷. O documento assevera que também a intenção dos acusados por uso de informação privilegiada pode ser revelada a partir da análise das circunstâncias que perpassam a atuação do investidor no mercado de valores mobiliário e caracterizam os indícios da prática infracional. Cita-se:

Although proving a defendant's intent presents difficulties in some cases, the difficulties are not insurmountable. The defendant's activities often will indicate whether, in his opinion, the information in his possession was material to the

⁴ No mesmo sentido, vide como exemplo os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 10/08, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 23.11.2010, 11/08, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.8.2012, e RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.7.2015.

⁵ Confirmado pelo CRSFN em 23.2.2013 (Recurso nº 12.358).

⁶ Cito, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.

⁷ IOSCO, *Insider Trading: A Global Jurisdictional Regulatory Model*, Março de 2005. Disponível em www.iosco.org.



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

www.cvm.gov.br

valuation of the security. If the trading record of the defendant demonstrates that the transaction that forms the basis of the complaint is not unusual for him, carries an equal amount of risk, and involves a similar amount of money as in other transactions performed by him, then proving an intent to trade on inside information is more difficult. If, however, as is most often the case, the transaction is usually large, carries a high degree of risk, and is unusually profitable, then proof of intent is much easier. A judge or jury may not be easily convinced of a lack of intent to trade on inside information (provided that the judge or jury is familiar with the operation of capital markets - see section 2.7.3.) when, for example, the defendant opened a new investment account, acquired shares of one company for an amount equal to twice his yearly income, and earned an enormous profit when the price of the shares rose upon publication of inside information that was in his possession prior to his acquisition of the shares. In such circumstances, a defendant's argument that he did not realize that the information in his possession was material, confidential, inside information is not very tenable.

15. Assim, é o comportamento extraordinariamente atípico do investidor e as demais circunstâncias que envolvem a operação que demonstram a ocorrência do ilícito. Trata-se, portanto, de comprovar que a conduta praticada pelo acusado, quando comparada àquela esperada de um investidor racional, é justificada tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o coloca em posição não equitativa com os demais participantes do mercado.

III. DOS INDÍCIOS MÚLTIPLOS, VEEMENTES E CONVERGENTES.

III.1. DA GRAVAÇÃO TELEFÔNICA

16. A gravação telefônica das tratativas mantidas entre o investidor e o intermediário tem sido considerada uma das provas mais contundentes da prática de negociação com uso de informação privilegiada. Não à toa. Diante de outros elementos como o volume das operações, o *timing*, o relacionamento com a administração da Companhia, entre outros, a gravação telefônica é prova claramente mais direta e autoevidente das razões do investidor⁸.

17. No caso vertente, tenho que as gravações telefônicas são igualmente relevantes para descortinar o ânimo do investidor, em especial o conhecimento de informação relevante não divulgada ao público. Destaca-se o seguinte excerto da gravação da ordem de compra do dia 22 de agosto de 2012:

⁸ Nesse sentido, o PAS CVM RJ2012/9808, de 18 de dezembro de 2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu. Cita-se: “O *dolo*, elemento nem sempre fácil de ser caracterizado nos casos de manipulação, está amplamente comprovado na atuação da Acusada, pois resta clara a sua intenção de forçar a baixa do preço das ações, comprovada ou pela transcrição das conversas havidas entre seus representantes e o operador da Itaú Corretora, ou pelo fato de as decisões de venda não estarem em consonância com a estratégia muito bem fundamentada de buy and hold, arguida na defesa e pelas declarações da Acusada (c.a.)”



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

www.cvm.gov.br

“(…)

Operador Ricardo: Não 4,20 vai até 12:50 o leilão.

Jaime: Ah entendi, então manda pau, vamos ver se a gente pega isso aí.

Operador Ricardo: Entrou um a 4,21 cobrindo a sua oferta.

Jaime: (…)

Operador Ricardo: Como você colocou aquela a 4,98 eu acho que assim seria teoricamente colocar mais perto comprando a 4,98 para ver se aparece algum outro vendedor.

Jaime: Então põe, 100 a 4,98, vamos ver o que acontece. Na mão de outros tem 0,15% dessa empresa, eu vou tentar ao longo do tempo no prazo de um ano ter essas ações, mas eu não quero disparar, **eu estou disposto a 5,00 ou 6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. ok?**”

18. Como se percebe, o Acusado expressa abertamente o seu interesse em adquirir ações por preço bastante superior ao então praticado, forte no seu entendimento de que aqueles ativos iriam valorizar ainda mais no futuro. Na sequência, ele também apresenta as razões de sua convicção, qual seja, a descoberta de ouro pela Companhia. Mais do que isso, a gravação ainda capta o tom da informação de caráter restrito: “cá entre nós, ok?”.

19. Apesar da veemência dessa prova, é pertinente a ponderação do Diretor Relator de que esse telefonema não pode ser considerado uma confissão do Acusado, a ponto de dispensar outros indícios contundentes e convergentes. Mais do que isso, bem observa a existência de um precedente excepcional do Colegiado desta CVM no qual o conteúdo das gravações telefônicas foi sopesado face às demais circunstâncias do caso concreto, como no julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/2714 e RJ2014/10082.

20. Tenho, entretanto, que os mencionados julgamentos não representam precedente aplicável ao caso dos autos. Primeiro porque no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/2714, em 7 de outubro de 2014, o acusado (*insider* secundário) foi condenado por uso de informação privilegiada, a demonstrar que o Colegiado naquela oportunidade reconheceu a veemência da gravação telefônica. Nesse sentido, transcreve-se o seguinte excerto do voto da Diretora Relatora Luciana Dias:

“13. O Acusado não contesta a veracidade de tal transcrição, apenas entende que a conversa mantida com R.R. não é suficiente para uma condenação.

14. Eu discordo desse entendimento. A gravação, repleta de detalhes sobre a natureza e fonte da informação, é das provas mais contundentes que já tive a oportunidade de analisar em um caso de *insider*. Esta prova isoladamente me parece suficiente para demonstrar uma assimetria de informações entre o Acusado e o mercado, que até aquele momento não tinha qualquer informação sobre eventual aquisição envolvendo a Contax. O teor da conversa demonstra também que o Acusado sabia que se tratava de informação sigilosa.

15. Os demais elementos do tipo de *insider*, quais sejam, a negociação com valores mobiliários e a existência de informações relevantes não divulgadas ao



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
www.cvm.gov.br

mercado são incontestes no presente processo.

16. Mas, não fosse essa gravação, a Acusação traz ainda outros indícios.”

21. Já no julgamento do PAS nº RJ2014/10082, em 7 de março de 2017, ao analisar a conduta do administrador que teria passado a informação privilegiada para o investidor condenado no PAS CVM nº RJ2013/2714, o Colegiado entendeu estarem presentes fortes contraíndícios da ocorrência da infração, como a) a ausência de relação próxima entre o acusado e o investidor; b) o investimento em questão foi de pequena monta e compatível com o perfil do investidor; c) pelo que se extraía da conversa gravada, o investidor quase desistiu de investir na companhia naquele momento; d) o investidor comprou ainda mais ações após a divulgação do fato relevante; e e) não havia referência, na conversa gravada, à aquisição de determinada empresa, mas apenas a uma “aquisição”, o que poderia, em tese, decorrer da estratégia de expansão da companhia, divulgada em seus relatórios.

22. Tendo participado do julgamento do referido PAS, registro meu entendimento de que o último contraíndício citado no parágrafo anterior foi determinante para enfraquecer a força probatória do conteúdo da gravação telefônica. Isto porque a ligação telefônica citava uma aquisição pela companhia e, de fato, os relatórios divulgados pela companhia ao público efetivamente apontavam que a realização de aquisições de outras empresas estava no plano de negócios. Assim sendo, o contato entre o administrador e o investidor poderia ter relevado simplesmente o plano de negócios da companhia, conforme já descrito em documentos públicos. Esse fato, somado aos demais contraíndícios, suscitou dúvidas ao Colegiado, que absolveu o acusado em concretização ao princípio da presunção de inocência.

23. O caso em exame revela situação oposta. A All Ore, apesar da denominação social então utilizada⁹, era uma Companhia conhecida apenas pela exploração de minério de ferro e, posteriormente, pelo início da exploração de ouro. O Acusado, ao revelar as razões da aquisição das ações por valor acima do preço de mercado, faz expressa indicação de que a Companhia poderia ter achado ouro, exatamente o que viria a ser indicado pelo Fato Relevante. Ou seja, entre as diversas “boas notícias” que a Companhia poderia vir a obter, o Acusado acerta precisamente a que viria a ser divulgada **7 (sete) dias** (ou quatro dias úteis) depois: “*Os resultados das mostras de solo do primeiro alvo apresentaram anomalias para ouro ao longo de mais de 1.200 mts (...)*”.

24. Além disso, não estão presentes os demais contraíndícios observados no aventado precedente. Ao contrário, como se destacará a seguir, o investidor tinha relação muito próxima com a Companhia e com o controlador, b) o investimento foi atípico para o perfil do investidor, c) a certeza da oportunidade do negócio restou objetivamente demonstrada pela estratégia de investimento adotada e d) o investidor praticamente não comprou mais ações após o fato relevante. Por fim, mas não menos importante, impende observar que o Acusado em nenhum momento forneceu uma explicação para o súbito interesse no papel.

⁹ All Ore Mineração S.A era a nova denominação de Steel do Brasil Participações S.A.



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

www.cvm.gov.br

III.2 DO AVISO DE FATO RELEVANTE

25. No dia 29 de agosto de 2012, a Companhia divulgou o seguinte fato relevante:

A ALL ORE MINERAÇÃO S.A., nos termos do parágrafo 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 358/02, em continuidade à sua estratégia de prospecção de ativos minerais informa que foram concluídos de forma bastante satisfatória os estudos de geoquímica e geofísica do Projeto Igaracy 1, localizado na Paraíba. Nos estudos de sedimento de corrente foram encontrados resultados anômalos em ouro ao longo de 24 km, sendo identificados seis alvos a serem pesquisados. Os resultados das amostras de solo do primeiro alvo apresentaram anomalias para ouro ao longo de mais de 1.200mts, onde também foram detectadas no subsolo zonas de alta resistividade e alta cargabilidade. As amostras de solo coletadas nos demais alvos estão no laboratório em processo de análise. Em função dos resultados obtidos a empresa planeja iniciar a campanha de sondagem nos próximos meses.

26. Como se depreende da leitura do Fato Relevante, a informação divulgada pela Companhia era realmente positiva para o início da exploração de ouro e poderia alterar o preço de suas ações. Um investidor, ciente antecipadamente do seu conteúdo, estaria em posição de assimetria informacional com os demais investidores na negociação do ativo.

27. Vale apontar, ainda, que o Fato Relevante aponta o resultado satisfatório de estudos de geoquímica e geofísica, nos quais se incluíam os de sedimento de corrente, denotando um trabalho de fôlego da Companhia, que muito provavelmente não havia se desembaraçado nos 4 (quatro) dias úteis posteriores à gravação telefônica.

III.3 DO RELACIONAMENTO COM A COMPANHIA

28. A proximidade do Acusado com a Companhia também é fato incontroverso nos autos. Ele foi diretor financeiro da All Ore no período de julho de 2009 a março de 2010 e, posteriormente, fez parte do conselho de administração no período de maio de 2013 a agosto de 2014. Durante o Período analisado neste processo, o Acusado mantinha relação pessoal de proximidade com o controlador da Companhia, como se percebe das informações que prestou no processo:

“(…) como indico no item 4-d acima, eu esporadicamente me encontrava com o controlador Sr. Dirk Adamski, quando ele vinha eventualmente ao Brasil (é da Alemanha) até por ter sido o diretor financeiro de julho de 2009 a março de 2010 pois embora tenha saído para outra oportunidade de trabalho, nunca tivemos qualquer problema de relacionamento. O Sr Dirk tentava me ‘convencer’ a fazer parte do Conselho de Adm da empresa, após o período regulamentado pela CVM, o que acabei aceitando muito tempo depois para o período de maio de 2013 a agosto de 2014 (…).”



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
www.cvm.gov.br

III.4 DAS OPERAÇÕES ATÍPICAS

29. Diversos aspectos, incontestáveis nos autos, das operações realizadas pelo Acusado com os papéis da All Ore representam indícios típicos do uso de informação privilegiada, consoante jurisprudência desta comissão¹⁰¹¹. O primeiro é que Jaime Rebelo não é investidor regular em ações ou mesmo renda variável¹². Ele mesmo observa ter perfil conservador e que suas ações foram “1) *stock options* de empresa em que trabalho, 2) ações via fundo de previdência privada e 3) algumas compras de mercado como esta da All Ore”.

30. O *timing* das operações com AORE3 também é um forte indicativo. Conforme destacado no Termo de Acusação, Jaime realizou a primeira aquisição do papel em julho de 2011 (1500 ações). No Período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante, ele realizou 30 operações de compra, envolvendo 6.900 ações ordinárias de emissão da Companhia, com volume de R\$ 27.304,00, representando, na maioria dos dias, 100% do total movimentado com o ativo. Apenas no mês de agosto de 2012, entre 17.8 e 24.8, logo antes do Fato Relevante, o Acusado adquire 4.300 ações, com volume de R\$ 18.349,00.

31. Após a divulgação do Fato Relevante, o Acusado voltaria a comprar o ativo apenas em dezembro de 2012 e em fevereiro de 2013, quando adquiriu 400 e 200 ações, respectivamente¹³.

32. A atipicidade das operações também é percebida pela disposição do Acusado em adquirir ações a preço acima de mercado (na “banda alta”). A narrativa constante das gravações telefônicas e das mensagens colacionadas pela Acusação demonstra que Jaime Rebelo tinha absoluta convicção na valorização das ações da Companhia e não se importava em comprar as ações ainda que por preço significativamente superior ao praticado pelo mercado, destoando, por isso, do comportamento esperado de um investidor racional, que se empenharia em comprar as ações justamente pelo menor preço possível. Veja-se, por exemplo, que o Acusado adquiriu em 6

¹⁰ Sobre a análise da atipicidade de operações como indício de *insider trading*, PAS CVM RJ2014/3616 de 13 de novembro de 2018.

¹¹ Ainda sobre a atipicidade de operações suspeitas, PAS CVM nº 35/2010, Rel. Dir. Gustavo Borba: “*Em que pese os argumentos apresentados em defesa, a total atipicidade das negociações, o timing perfeito da negociação e as contradições das manifestações apresentadas por Marco Bernardi e Fernando Nascimento são indícios fortes, consistentes e convergentes que levam a segura conclusão de que eles negociaram ações ordinárias da Aracruz sabedores do momento da divulgação da reestruturação e do benefício que ela acarretaria às ações ordinárias da Companhia.*”

¹² Nesse sentido, cito o voto da Diretora Luciana Dias proferido no PAS 11/08, julgado em 21.08.12, do qual transcrevo o seguinte excerto: “*Por isso, foi importante analisar o perfil de investimento de cada um dos Acusados e ver se as “apostas” que fizeram eram compatíveis com tal perfil ou se pareciam algo de extraordinário. Isto porque a tendência natural de quem age munido de informação privilegiada é concentrar os investimentos nos ativos cuja valorização é esperada. O fato de o investidor ter agido dentro de seus padrões normais de negociação é um importante contraindício de uso de informação privilegiada. [...] a falta de canalização dos investimentos para o ativo é um forte contraindício de que informações privilegiadas eram detidas pelo Acusado.*”

¹³ Informação constante do Parecer da Gerência de Acompanhamento de Mercado da BSM (fl. 29 do doc. SEI 0084418).



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

www.cvm.gov.br

de junho de 2012 ações AORE3 por R\$ 2,58. Sua atuação posterior diante de um ativo sem liquidez ocasiona oscilação positiva praticamente constante do papel e, em 22 de agosto (sete dias antes do Fato Relevante), ainda que a ações já tivessem alcançado o patamar de R\$ 4,98, ele orienta o operador a continuar comprando o papel por até R\$ 6,00, pois entendia que “lá na frente” ela iria se valorizar ainda mais.

III.5 DA AUSÊNCIA DE FUNDAMENTO ECONÔMICO

33. A atipicidade das operações poderia ser percebida de forma diversa se tivesse o Acusado apresentado, minimamente, razões para a sua forte convicção no sucesso da Companhia. Em sua defesa e mesmo na manifestação prévia à Acusação, ele não indica qualquer fundamento econômico para o investimento que havia feito. Não há qualquer menção a fatos relevantes pretéritos, relatórios públicos produzidos pela Companhia, resultado em demonstrações financeiras publicadas, manifestações de analistas de mercado, nada que pudesse explicar o motivo pelo qual ele, ao contrário do resto do mercado, atuou seguidamente na “ponta compradora” do papel.

34. Em relação à acusação de *insider trading*, poderia o Acusado, ao menos, ter narrado as razões que o levaram a concluir que a Companhia teria encontrado ouro, ainda que tais razões estivessem amparadas não somente em documentos públicos, mas também em sua experiência profissional. A demonstração de um fundamento econômico razoável seria um forte contraíndício, conforme ampla jurisprudência¹⁴ desta CVM.

35. A meu ver, diante das provas e dos argumentos colocados nos autos, a conduta praticada pelo Acusado, quando comparada àquela esperada de um investidor racional, é justificada tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o coloca em posição não equitativa com os demais participantes do mercado. A informação que ele possuía é aquela que ele revelaria ao operador 4 (quatro) dias úteis antes do respectivo Fato Relevante, qual seja, a possibilidade da Companhia ter achado ouro (“cá entre nós, ok?”).

IV. **CONTRAIÍNDÍCIOS?**

36. Não verifico nenhum contraíndício da prática infracional. Entretanto, julgo oportuno abordar algumas circunstâncias do caso concreto.

IV.1 VENDA DAS AÇÕES APÓS A DIVULGAÇÃO DO FATO RELEVANTE

¹⁴ Neste ponto, destaco em especial a ponderação realizada no PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016. Naquela oportunidade, um dos acusados demonstrou, inclusive por meio de prova documental, que a atipicidade das operações de alienação de ações era justificada pela premência em satisfazer compromissos financeiros, em especial aqueles relativos ao casamento de seu filho. A explicitação do fundamento econômico das operações influenciou decisivamente para a sua absolvição.



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
www.cvm.gov.br

37. Na verificação dos indícios do uso de informação privilegiada, analisa-se frequentemente a conduta do acusado após a divulgação do respectivo fato relevante que torna pública a informação com a qual o acusado teria negociado¹⁵.

38. *Cum grano salis*, a negociação dos ativos adquiridos com uso de informação privilegiada logo após a divulgação do fato relevante seria indício de infração e, por sua vez, a manutenção do papel em carteira seria um contraindício. Isso porque, ordinariamente, o intuito do infrator em obter vantagem econômica com a assimetria informacional é melhor alcançado logo após a oscilação do papel provocado pela divulgação da informação, que, dada a sua relevância, causa variação do preço do ativo. Dito de outra forma, o “insider racional” buscaria capitalizar ao máximo a materialidade da informação refletida na oscilação do preço do ativo após a divulgação e antes da completa assimilação pelo mercado, momento a partir do qual a ação seria negociada pelo seu novo preço justo. No caso em exame, o Acusado não negocia as ações após a divulgação do Fato Relevante que divulga o público os resultados positivos para a exploração de ouro. Ao contrário, ele aliena suas ações quase dois anos depois e com prejuízo, segundo suas próprias contas, de 43 mil reais. Assim sendo, poder-se-ia concluir pela presença de um real contraindício da prática irregular.

39. Tenho, entretanto, que as circunstâncias do processo não autorizam o reconhecimento desse contraindício. Como bem descrito pela Acusação, a atuação constante do Acusado no mercado, antes do Fato Relevante, eleva extraordinariamente o valor das ações AORE3, ativo sem liquidez. No Período, o papel registrou valorização de 42,3%, saindo de R\$3,50 para R\$ 4,98 e tendo alcançado a mínima de R\$ 2,58. Veja-se:

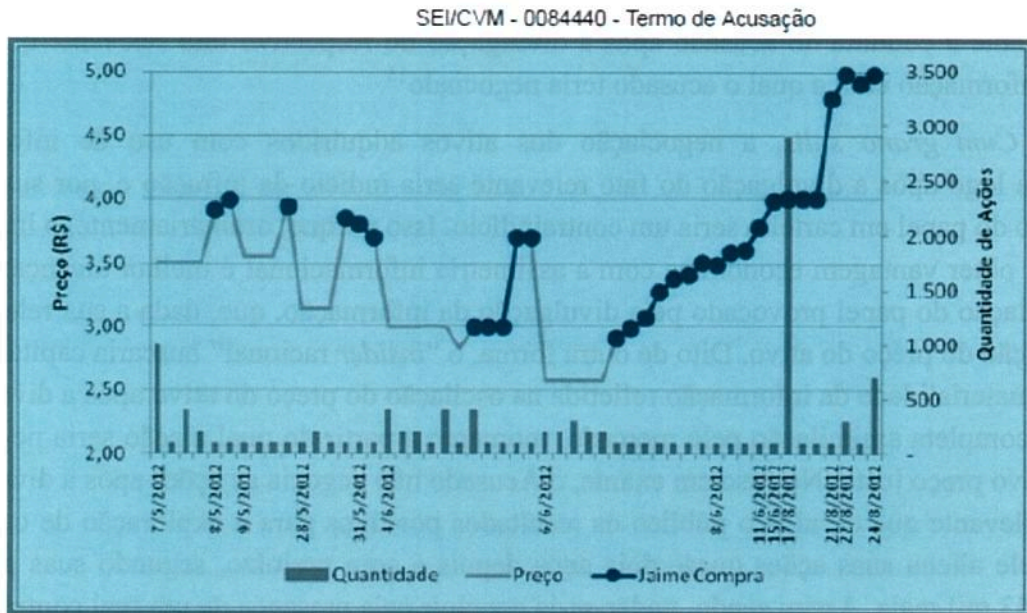
¹⁵ Nesse sentido, PAS CVM/RJ2012/9808, de 18 de dezembro de 2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.



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

www.cvm.gov.br



Fonte: BM&FBOVESPA

40. No já mencionado dia 22.08, consoante informações prestadas pela BSM, foi realizado leilão com ações da AORE3, iniciado com ordem de venda da Corretora Itaú com 100 ações ao preço de R\$ 3,00 e ordens de compra das corretoras Novinvest e Bradesco ao mesmo preço, com desvalorização de 39,8% em relação ao negócio realizado anteriormente. Durante o leilão foram registradas interferências compradoras, com destaque para aquelas inseridas por Jaime, as quais alteraram o preço de fechamento do leilão de R\$ 3,62 para R\$ 4,90.

41. No dia 29.08, considerando o preço que o papel tinha alcançado com a atuação do Acusado, a divulgação do fato relevante não causou impacto significativo no papel. Houve pequena variação positiva do ativo e depois a cotação não se manteve no mesmo patamar.

42. Nesse cenário, o fato de o Acusado não ter vendido o papel não pode ser considerado um contraindício. Primeiro porque o fato relevante não conseguiu conduzir o preço das ações para o nível superior imaginado pelo Acusado, nem mesmo àquele que o próprio Acusado havia contribuído decisivamente para alcançar. Segundo porque, dada a falta de liquidez, ele não conseguiria aliená-las com o benefício esperado.

IV.2 INEXISTÊNCIA DA INFORMAÇÃO RELEVANTE

43. Neste ponto, filio-me às críticas lançadas pelo Relator à instrução realizada pela SMI. De fato, a Acusação deveria ter buscado apurar junto à Companhia mais informações acerca dos estudos de geoquímica e geofísica referentes ao Projeto Igaracy 1, objeto do aviso de fato relevante de 29.08.2012. Tal diligência, relativamente simples, permitiria definirmos com maior precisão o momento a partir do qual a informação relevante estava madura na All Ore. E, conseqüentemente,



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

www.cvm.gov.br

poder-se-ia melhor aferir quais operações do Acusado foram ou não realizadas mediante o uso de informação privilegiada.

44. Frise-se, entretanto, que não se discute a existência ou não da informação relevante, pois essa restou divulgada no respectivo Fato Relevante. O ponto controverso é quando a informação relevante estaria suficientemente consolidada dentro da Companhia e poderia, portanto, ter sido compartilhada com o Acusado. Em outras palavras, em qual momento os citados estudos de geoquímica e geofísica teriam produzido resultados capazes de orientar a sua divulgação pública.

45. Em meu entender, no presente caso, a ausência de manifestação direta da Companhia não afasta a configuração do ilícito. Diante da multiplicidade, convergência e consistência dos indícios identificados, não me parece possível aventar que as operações realizadas entre 17.08 e 24.08 (7 dias), período de aproximadamente 10 dias antes da divulgação do Fato Relevante, não foram realizadas com uso de informação privilegiada pois 1) é exatamente nesse período que o Acusado revela em gravação telefônica o conhecimento prévio da informação que viria a ser publicada pela Companhia, 2) essas negociações foram realizadas em período muito próximo da divulgação do Fato Relevante, 3) o Fato Relevante destaca estudos geoquímicos e geofísicos cuja elaboração e avaliação não são imediatas e 4) é nesse período que o Acusado realiza 67% do volume de suas operações atípicas com o papel.

46. Por outro lado, as demais operações foram realizadas no período de 08.05 a 15.06 (38 dias), ou seja, até três meses e meio antes do Fato Relevante; e representam apenas 33% do volume de negócios do Acusado. Assim sendo, as circunstâncias em que tais operações foram realizadas, se examinadas isoladamente, poderiam não levar à formação de convicção quanto ao uso de informação privilegiada. Contudo, quando consideradas em conjunto com as demais operações e elementos de prova, verifica-se que elas integram a mesma estratégia do Acusado.

V. CONCLUSÃO E PENALIDADE

47. Nos termos das razões constantes deste voto, verifico a presença de indícios múltiplos, consistentes e convergentes que levam a segura e firme conclusão de que Jaime Augusto Cunha Rebelo negociou ações da All Ore ciente dos resultados preliminares dos estudos sobre a exploração de ouro no Projeto Igaracy 1, localizado na Paraíba. Assim, considerando, de um lado, a gravidade da infração e, de outro, a primariedade do Acusado, e com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação do Acusado, à penalidade¹⁶ de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º da Lei 6.404/76.

48. Quanto à acusação de manipulação de preços, definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução, acompanho o voto do Diretor Relator pela absolvição do Acusado.

¹⁶ No mesmo sentido, a penalidade aplicada no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785, de 4 de julho de 2017 (0890464) SEI 19957.001639/2016-15 / pg. 39



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

www.cvm.gov.br

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'H. Balduino M. Moreira', is written over the printed name.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA

DIRETOR



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/2384

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo
Assunto: Manipulação de preços e uso indevido de informação privilegiada
Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

Manifestação de voto

1. Embora concorde integralmente com a fundamentação e as conclusões apresentadas pelo Diretor Relator, apresento esta manifestação de voto porque gostaria de fazer duas observações quanto à acusação de infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, imputada ao acusado, de forma a enfatizar pontos que merecem maior destaque.
2. Em primeiro lugar, é incontroverso que a comprovação, em sede de processo sancionador, dos elementos que configuram o *insider trading* pode ser, como frequentemente é, uma tarefa complexa. Afinal, nem sempre é possível obter uma prova direta da atuação dos envolvidos no ilícito – sobretudo em situações envolvendo *insiders* secundários, como ocorre no presente caso¹.
3. Justamente por isso, como bem apontado pelo Diretor Henrique Machado, não pode causar surpresa que a comprovação da ocorrência deste ilícito se dê, muitas das vezes, por meio da prova indiciária. Nestes casos, será preciso que haja “*um robusto concurso de indícios (comprovados, independentes e convergentes), que permita alcançar uma conclusão segura*”

¹ O trecho da manifestação de voto do então diretor Otavio Yazbek, citado no voto-vista, reflete bem esta dificuldade: “*nos casos envolvendo insiders secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de insider de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo*” (PAS CVM nº 13/2009, j. em 13.12.2011).



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

*a respeito da ilicitude da conduta*² e sejam aptos a “*afastar as incertezas plausíveis trazidas pela defesa*”³.

4. No entanto, não estamos aqui discutindo a possibilidade de utilização de prova indiciária para uma eventual condenação pela prática de *insider trading*. Pelo contrário, parece-me não haver dúvidas quanto a isso. Este é, aliás, um ponto pacífico, seja no voto do Diretor Relator⁴, seja no voto-vista⁵, seja ainda nos precedentes que refletem a posição consolidada deste Colegiado⁶.

5. Com efeito, a controvérsia gravita em torno da suficiência dos elementos de prova (indiciárias ou não) trazidos aos autos pela Acusação⁷, para condenar Jaime Rebelo. E isso me leva à segunda observação que gostaria de fazer nesta manifestação: a meu ver, o conjunto probatório apresentado pela área técnica não autoriza a formação de convicção no sentido da condenação do acusado, como bem demonstrado pelo Diretor Relator em seu voto.

6. A insuficiência do conjunto probatório pode ser percebida com facilidade quando se considera orientação extraída dos precedentes deste Colegiado.

7. Tome-se, por referência, o PAS CVM nº RJ2013/2714⁸, citado tanto no voto do Diretor Relator quanto no voto-vista, que ensejou a condenação do *insider* secundário e reconheceu a importância da gravação telefônica como elemento probatório. Ocorre que, naquela ocasião, a gravação “*era repleta de detalhes sobre a natureza e fonte da informação*”. O mesmo não acontece no presente caso.

8. Embora o entendimento consolidado do Colegiado seja no sentido de que não é necessária a identificação do caminho exato percorrido pela informação até que ela seja utilizada indevidamente, o trecho da conversa aproveitado pela Acusação como principal

² PAS CVM nº RJ2015/9443, relatora diretora Flávia Perlingeiro, j. em 04.06.2019.

³ Manifestação de voto do diretor Henrique Machado no PAS CVM nº 26/10, j. em 07.08.2018.

⁴ Cf. §§39-40 do voto do Diretor Relator.

⁵ Cf. §§7-15 do voto-vista.

⁶ Além dos precedentes mencionados nesta manifestação, o voto do Diretor Relator e o voto-vista indicam outras decisões do Colegiado no mesmo sentido, como: PAS CVM nº RJ2013/10579, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 10.03.2015; PAS CVM nº RJ2014/3225, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13.09.2016; PAS CVM nº 25/2010, diretor relator Henrique Machado, j. em 04.07.2017; e PAS CVM nº RJ2016/5039, diretor relator. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26.09.2017.

⁷ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório apresentado pelo Diretor Relator.

⁸ Relatora diretora Luciana Dias, j. em 07/10/2014.



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

argumento para fundamentar sua tese é lacônico⁹ e dele não é possível extrair *como* o acusado teve acesso à informação privilegiada, nem mesmo *se*, de fato, foi informado sobre a descoberta divulgada em fato relevante da All Ore somente 7 dias depois da conversa telefônica.

9. Minha intenção não é ir em sentido contrário aos precedentes desta Autarquia e afirmar que a apuração da origem do vazamento seja imprescindível para a responsabilização do *insider*, mas apenas demonstrar a fragilidade do conjunto probatório acostado aos autos – o que já foi bem explorado no voto do Diretor Relator.

10. Neste sentido, se na defesa talvez não seja possível encontrar respostas para todos os pontos suscitados no voto-vista, tampouco a Acusação logrou se desincumbir de seu ônus de maneira satisfatória, pois não afastou as incertezas plausíveis trazidas pelo Acusado e descritas no voto do Diretor Relator.

11. Pelo exposto, acompanho o voto do Diretor Relator em sua integralidade e voto pela absolvição do acusado de todas as acusações a ele imputadas neste PAS.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019

Marcelo Barbosa

Presidente

⁹ Refiro-me à seguinte fala de Jaime Rebelo: “*eu estou disposto a 5,00 ou 6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. ok?*” (destacou-se).