



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR PAS CVM nº 19957.016206/2023-85

**Data do julgamento:** 26/11/2024

**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

**Acusado:**

Rafael Lucchesi

**Ementa:** Apurar suposta prática de negociação de ativos em períodos vedados, em infração ao disposto no art. 54 da Resolução CVM nº 160/2022 e no art. 14 da Resolução CVM nº 44/2021. *Absolvição e Advertência.*

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

(i) por unanimidade, pela **absolvição** de Rafael Lucchesi da acusação de infração ao art. 54 da Resolução CVM 160, pela realização da subscrição de ações da Companhia no contexto da oferta pública.

(ii) por maioria, pela condenação de Rafael Lucchesi à penalidade de **advertência**, pela realização das operações de empréstimo no período de 15 dias anterior à divulgação, pela Companhia, do Informe Trimestral referente ao primeiro trimestre de 2023 (infração ao art. 54 da Resolução CVM 160 e ao art. 14 da Resolução CVM 44).

O Diretor João Accioly apresentou manifestação de voto em que acompanhou o Relator com relação à absolvição, porém, divergiu quanto à penalidade. Sendo assim, votou pela absolvição de Rafael Lucchesi da acusação de realização das operações de empréstimo no período de 15 dias anterior à divulgação, pela Companhia, do Informe Trimestral referente ao primeiro trimestre de 2023 (infração ao art. 54 da Resolução CVM 160 e ao art. 14 da Resolução CVM 44).

Os Diretores Otto Lobo e Daniel Maeda, assim como a Diretora Marina Copola, acompanharam o voto do Relator.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Resolução CVM nº 45/2021.

Presente Danielle Oliveira Barbosa, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Otto Lobo, Daniel Maeda e Marina Copola e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Marina Copola, Diretor**, em 03/01/2025, às 14:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 21/01/2025, às 16:28, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 21/01/2025, às 17:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **DANIEL MAEDA registrado(a) civilmente como DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO, Usuário Externo**, em 04/02/2025, às 14:27, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Diretor**, em 12/02/2025, às 14:33, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **2225322** e o código CRC **0C0B6FA4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **2225322** and the "Código CRC" **0C0B6FA4**.*



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.016206/2023-85

Reg. Col. 3092/24

**Acusado:** Rafael Lucchesi  
**Assunto:** Apurar suposta prática de negociação de ativos em períodos vedados, em infração ao disposto no art. 54 da Resolução CVM nº 160/2022 e no art. 14 da Resolução CVM nº 44/2021.  
**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### RELATÓRIO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Área Técnica”) para apurar a conduta de Rafael Lucchesi (“Acusado”), Diretor sem Designação Específica da Diagnósticos da América S.A. (“Companhia” ou “DASA”).
2. Segundo a SEP, o Acusado teria negociado ações ordinárias da DASA (ticker “DASA3”) em períodos vedados, em descumprimento ao disposto no art. 54 da Resolução CVM nº 160/2022<sup>1</sup> (“RCVM nº 160/2022”) e no art. 14 da Resolução CVM nº 44/2021<sup>2</sup> (“RCVM nº 44/2021”).

---

<sup>1</sup> Art. 54. O ofertante, as instituições participantes do consórcio de distribuição e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma na oferta pública devem abster-se de negociar com valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável.

<sup>2</sup> Art. 14. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 16 e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### II. ORIGEM

3. Este PAS tem origem no Processo nº 19957.003861/2023-73, que, por sua vez, foi instaurado após a apresentação, em 10/05/2023, pela DASA e por Rafael Lucchesi (em conjunto, “Denunciantes”), de comunicação voluntária conjunta acerca de determinadas operações de empréstimo com ações de emissão da Companhia realizadas pelo Acusado em suposto período vedado (“Autodenúncia”)<sup>3</sup>.

### III. ACUSACÃO

4. Para fins de organização e objetividade, divido esta seção em três subseções: (i) na primeira, descrevo a cronologia dos fatos que resultaram na instauração do presente PAS; (ii) na segunda, trato da análise e das conclusões da SEP relacionadas aos fatos anteriormente descritos; e (iii) na terceira, elenco as imputações realizadas ao Acusado.

#### III.I. DOS FATOS E DO ENTENDIMENTO DOS DENUNCIANTES

5. Por meio da Autodenúncia<sup>4</sup>, os Denunciantes informaram basicamente que:
- (i) Em 04/03/2023, a Companhia protocolou perante esta CVM o pedido de registro automático e lançou uma oferta pública subsequente de ações (*follow-on*), nos termos da RCVM nº 160/2022 (“Oferta”);
  - (ii) Nos termos do art. 54<sup>5</sup> da RCVM nº 160/2022, o período vedado referente à Oferta se iniciou em 05/03/2023, 30 (trinta) dias antes do seu protocolo, e o seu encerramento

---

<sup>3</sup> Doc. nº 1950144, pp. 2-5.

<sup>4</sup> Doc. nº 1950144, pp. 2-5.

<sup>5</sup> Art. 54. O ofertante, as instituições participantes do consórcio de distribuição e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma na oferta pública devem abster-se de negociar com valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável. § 1º A vedação de que trata o caput: I – se inicia, para o ofertante e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, na data mais antiga entre: a) a data de deliberação da oferta; e b) o 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM para análise prévia do requerimento de registro; II – se inicia, para as instituições participantes do consórcio de distribuição e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, na data da contratação ou



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ocorreu em 26/04/2023, data de divulgação do encerramento da distribuição (“Período Vedado da Oferta”);

- (iii) Em 19/04/2023, no contexto da Oferta, o Acusado, na qualidade de acionista e nos termos e limites do direito de prioridade oferecido pela Companhia, subscreveu 60.000 (sessenta mil) ações ordinárias da Companhia;
- (iv) Posteriormente, em 25/04/2023, a Companhia notificou o Acusado<sup>6</sup> sobre o início de novo período vedado, tendo em vista a divulgação do formulário de informações trimestrais da Companhia referente ao primeiro trimestre de 2023 (“ITR1-2023”), que ocorreria em 11/05/2023, de modo que era vedada a negociação de ações de emissão durante o período iniciado em 26/04/2023 e findo em 10/05/2023 (“Período Vedado do ITR” e, em conjunto com o Período Vedado da Oferta, os “Períodos Vedados”);
- (v) Ao final do mês de abril de 2023, ao solicitar o extrato de negociação de ações, visando ao cumprimento do disposto no art. 11, *caput*, da RCVM nº 44/2021<sup>7</sup>, o Acusado – em conjunto com a equipe de relações com investidores da Companhia – identificou que, além da subscrição das 60.000 (sessenta mil) ações, também foram realizadas operações de empréstimo com ações da Companhia em 20, 26 e 27 de abril e 02 e 03 de maio 2023 (“Operações de Empréstimo”) e, portanto, dentro dos Períodos Vedados.

---

do seu engajamento na oferta; III – se encerra com a divulgação do anúncio de encerramento de distribuição; e IV – aplica-se também: a) aos emissores, caso estes não sejam ofertantes, após terem sido solicitados, pelo ofertante ou por aqueles que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, a fornecer informações e documentos necessários para elaboração dos documentos da oferta, nos termos do art. 17, § 4º; b) aos administradores dos ofertantes, das instituições participantes do consórcio de distribuição, e, no caso da alínea “a” deste inciso, dos emissores; e c) aos empregados, contratados e colaboradores que estejam trabalhando ou assessorando de qualquer forma, em relação à realização da oferta, o ofertante, as instituições participantes do consórcio de distribuição, e, no caso da alínea “a” deste inciso, os emissores.

<sup>6</sup> “O Sr. Rafael recebeu da Companhia alertas sobre (i) o calendário de eventos corporativos da Companhia, bem como (ii) o início do Período Vedado da Oferta (Anexo VI) e do Período Vedado ITR1-2023 (Anexo VII). Portanto, estava ciente das restrições de cada Período Vedado [...]” (doc. nº 1950144, p. 4, § 13).

<sup>7</sup> Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

- (vi) Ao questionar a Braúna Assessores de Investimentos Ltda. (“AI”), assessoria de investimento contratada, o Acusado tomou conhecimento de que as Operações de Empréstimo foram realizadas com base no contrato de custódia remunerada celebrado entre o Acusado e a XP Investimentos S.A. (“Corretora”) em 20/04/2023;
- (vii) O Acusado não teria solicitado nem autorizado as Operações de Empréstimo, que “*não decorreram de uma decisão de investimento do Sr. Rafael no momento do Período Vedado, pois foram realizadas pela corretora sem o seu consentimento ou mesmo ciência prévia*”;
- (viii) O ganho financeiro obtido, no valor de R\$1.734,01 (mil setecentos e trinta e quatro reais e um centavo), seria irrelevante;
- (ix) Ao tomar conhecimento das Operações de Empréstimo realizadas durante o Período Vedado, o Acusado bloqueou a realização de novas operações no aplicativo da Corretora<sup>8</sup> e solicitou o encerramento de quaisquer operações desta natureza que ainda estivessem em curso;
- (x) Por fim, diante dos fatos apresentados, solicitaram que não fosse aplicada qualquer sanção ao Acusado, “*considerando se tratar de conduta isolada, já tratada pelos controles internos da Companhia, desprovida de má-fé e imediatamente comunicada a esse órgão competente*”<sup>9</sup>.

### III.II. ANÁLISE E CONCLUSÕES DA ÁREA TÉCNICA

6. Preliminarmente, a SEP encaminhou o Processo nº 19957.003861/2023-73 à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), solicitando a sua manifestação quanto à possibilidade de violação ao disposto no art. 13 da RCVM nº 44/2021<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Doc. nº 1950144, p. 17.

<sup>9</sup> Doc. nº 1950144, p. 4, § 15.

<sup>10</sup> Art. 13. 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, mediante negociação de valores mobiliários.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

7. Em reunião de seu Comitê de Comunicações, em 10/08/2023<sup>11</sup>, a GMA-1 concluiu que:

- (i) O histórico das operações realizadas pelo Acusado nos últimos 5 (cinco) anos “*mostra poucas negociações, nenhuma com o ativo DASA3, de emissão da Companhia*”<sup>12</sup>; e
- (ii) “*Rafael atuou como doador de outras ações em empréstimo nos meses de abril e maio de 2023, o que corrobora a hipótese de que todas as suas posições estariam, por contrato com a Corretora, ‘disponíveis’ para aluguel*”<sup>13</sup>
- (iii) “[A]pós a análise efetuada com base nas informações disponíveis nesta fase preliminar, o Comitê entendeu pela ausência de elementos que pudessem justificar a adoção de diligências adicionais pela GMA-1 no caso, ao menos até o eventual surgimento de fatos novos, e pelo envio de Ofício Interno à SEP com a comunicação deste entendimento, a fim de que a referida Superintendência tome as providências que julgar cabíveis”.

8. Ao analisar os fatos<sup>14</sup>, e em linha com o entendimento constante da Autodenúncia, a SEP entendeu existir o período vedado entre os dias 05/03/2023 e 10/04/2023, sendo (i) o período vedado decorrente da Oferta do dia 05/03/2023 ao dia 26/04/2023; e (ii) o período vedado decorrente da divulgação do ITR do dia 26/04/2023 a 10/05/2023.

9. Nesse sentido, a despeito dos argumentos apresentados pelos Denunciante, a Área Técnica entendeu que “*as operações de subscrição e empréstimo de ações de emissão da DASA, realizadas entre os dias 19.04.2023 e 03.05.2023, por parte do Sr. Rafael Lucchesi, Diretor da Companhia, foram realizadas em período de vedação*”<sup>15</sup>, o que seria suficiente para a sua responsabilização.

<sup>11</sup> Doc. nº 1950144, pp. 23-25.

<sup>12</sup> Doc. nº 1950144, p. 23.

<sup>13</sup> Doc. nº 1950144, p. 24.

<sup>14</sup> Inclusive com base nos Formulários Individuais de Negociação de Administradores e Pessoas Ligadas referentes a abril e maio de 2023, apresentados, respectivamente, em 10/05/2023 e 07/06/2023. Doc nº 1950144, pp. 7-8.

<sup>15</sup> Doc. nº 1950147, § 22.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

10. Por fim, a SEP ressaltou que, caso a subscrição das 60.000 (sessenta mil) ações de emissão da Companhia tivesse sido realizada no primeiro dia que sucedeu o Período Vedado do ITR, o Acusado teria suportado um valor adicional de R\$166.200,00 (cento e sessenta e seis mil e duzentos reais), “considerando a cotação média do pregão do dia 12.05.2023”<sup>16</sup>.

### III.III. RESPONSABILIDADES

11. Com base no exposto, a SEP imputa ao Acusado as seguintes infrações:

- (i) Violação do art. 54 da RCVM nº 160/2022, ao subscrever ações no dia 19/04/2023 e realizar operações referentes a empréstimos de ações nos dias 20/04/2023 e 26/04/2023, durante o Período de Vedado da Oferta; e
- (ii) Violação do art. 14 da RCVM nº 44/2021, ao realizar operações referentes a empréstimos de ações nos dias 27/04/2023, 02/05/2023 e 03/05/2023, durante o Período Vedado do ITR.

### IV. ANÁLISE DA PFE-CVM

12. Em análise objetiva do Termo de Acusação<sup>17</sup>, por meio do Parecer n. 00009/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU<sup>18</sup>, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) concluiu pelo cumprimento de todos os requisitos formais elencados nos arts. 5º<sup>19</sup> e 6º<sup>20</sup> da Resolução CVM nº 45/2021 (“RCVM nº 45/2021”).

<sup>16</sup> Doc. nº 1950147, § 23.

<sup>17</sup> Doc. nº 1950147.

<sup>18</sup> Doc. nº 1973858.

<sup>19</sup> “Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.”

<sup>20</sup> “Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deve lavrar termo de acusação contendo: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º; V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### V. DEFESA

13. Devidamente citado<sup>21</sup>, o Acusado apresentou, em 09/05/2024, suas Razões de Defesa<sup>22</sup>.

14. Preliminarmente, com fundamento no princípio da proporcionalidade, que rege o processo administrativo sancionador no âmbito federal<sup>23</sup>, o Acusado sustenta a inexistência de justa causa, exigida pelos arts. 4º<sup>24</sup> e 8º, II<sup>25</sup>, da RCVM nº 45/2021, e pela jurisprudência da CVM<sup>26</sup>, para a instauração deste PAS. Isso porque, no caso em comento:

- (i) Por meio da comunicação voluntária, que traduz a sua boa-fé, o Acusado “*destacou que as operações de empréstimo realizadas no Período Vedado do ITR foram pontuais, irrelevantes – os ‘ganhos’ somaram irrisórios R\$ 1.734,01 – e não decorreram de sua conduta*”<sup>27</sup>;

---

– rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso.”

<sup>21</sup> Doc. nº 1984059.

<sup>22</sup> Doc. nº 2033596.

<sup>23</sup> De acordo com o art. 2º, *caput*, da Lei nº 9.784/1999: “A Administração Pública obedecerá, entre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência”.

<sup>24</sup> “Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem: a) pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos; II – lavrar termo de acusação, nos termos do art. 6º; ou III – propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração, nos termos do art. 8º. § 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; II – a expressividade de valores relacionados à conduta; III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; V – os antecedentes das pessoas envolvidas; VI – a boa-fé das pessoas envolvidas; VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e VIII – o ressarcimento dos investidores lesados. (...)”.

<sup>25</sup> “Art. 8º Compete às superintendências apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida à Superintendência Geral, que pode: [...] II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito.”

<sup>26</sup> O Acusado busca alicerce no PAS CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 17/12/2013.

<sup>27</sup> Doc. nº 2033596, § 26.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

- (ii) A subscrição de ações no exercício do direito de prioridade não imprime conduta irregular; e
- (iii) O Acusado é réu primário e não possui nenhum histórico perante a Autarquia.

15. Assim, segundo o Acusado:

[...] os fatos discutidos neste processo não apresentam a relevância e nem o potencial lesivo necessários à instauração de um processo administrativo sancionador em face do Defendente e, muito menos, que justifiquem a necessidade de aplicação de uma eventual penalidade no caso concreto<sup>28</sup>.

16. No mérito, quanto à subscrição de ações no âmbito da Oferta, o Acusado defende inexistir qualquer proibição à sua realização. De acordo com o Relatório da Audiência Pública SDM nº 02/2021, que deu origem à RCVM nº 160/2022, a vedação prevista no art. 14 apenas é aplicável a negociações realizadas por pessoas vinculadas “fora do âmbito da oferta pública”.

17. Ainda segundo o Acusado, a única restrição imposta pela RCVM nº 160/2022 seria a de que, “*em caso de excesso de demanda superior a um terço à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, não seja permitida a colocação de valores mobiliários para as pessoas vinculadas*”<sup>29-30</sup>.

18. Portanto, a subscrição no contexto da Oferta não estaria vedada pelo art. 14 da RCVM nº 160/2022.

19. Quanto às Operações de Empréstimo, o Acusado sustenta, por sua vez que:

---

<sup>28</sup> Doc. nº 2033596, § 31.

<sup>29</sup> Doc. nº 2033596, § 40.

<sup>30</sup> Pela definição do art. 2º, XVI, da RCVM nº 160/2022, a expressão “pessoas vinculadas” abrange “controladores, diretos ou indiretos, ou administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor, do ofertante, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau, sociedades por eles controladas direta ou indiretamente e, quando atuando na emissão ou distribuição, as demais pessoas consideradas vinculadas na regulamentação da CVM que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados”.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

- (i) O Termo de Contratação de Custódia Remunerada foi assinado pelo Acusado, em conjunto com outros documentos, para que este pudesse participar da Oferta;
- (ii) “*De acordo com o Termo de Custódia Remunerada, todas as posições detidas pelo Defendente na Corretora seriam disponibilizadas automaticamente para empréstimo, sem que fosse necessária sua autorização ou qualquer comunicação ou notificação a respeito das operações*” (grifos originais)<sup>31</sup>;
- (iii) Tão logo tomou conhecimento, o Acusado solicitou o cancelamento antecipado das Operações de Empréstimo em aberto e bloqueou o início de novas operações;
- (iv) O assessor de investimento do Acusado tinha conhecimento de que este era administrador estatutário da Companhia e que o Acusado não tinha interesse em realizar operações de empréstimo com as ações ordinárias da Companhia;
- (v) “*Deste modo, é possível constatar que, por um equívoco da Corretora, as ações DASA3 figuraram entre os ativos negociados em nome do Defendente, entre 20.04.2023 e 03.05.2023*”;
- (vi) Em precedentes que tratavam sobre o ilícito de *insider trading*, a CVM reconheceu que operações realizadas diretamente pela corretora e sem o conhecimento do acusado, “fundamentada[s] em relação contratual que conferia [, àquela,] esta discricionariedade e delegação”, justificariam a sua absolvição<sup>32</sup>;
- (vii) Em linha com os referidos precedentes, o Acusado não pode ser penalizado pelas Operações de Empréstimo, que foram realizadas por terceiros sem a sua ciência ou ingerência;

<sup>31</sup> Doc. nº 2033596, § 55.

<sup>32</sup> O Acusado busca guarida nos seguintes precedentes: (i) PAS CVM nº 04/2004, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 28/06/2006; e (ii) Votos, no âmbito do PAS CVM nº 02/2010, j. em 09/07/2013, do Dir. Rel. Roberto Tadeu e da Dir. Luciana Dias.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

(viii) “[N]ão se está diante de uma conduta dolosa ou sequer culposa do Defendente”<sup>33</sup>, necessárias, para fins de imposição de sanção disciplinar<sup>34</sup>; e

(ix) O lucro percebido pelo Acusado é irrisório e as operações foram pontuais e irrelevantes, e, portanto, atípicas. Pelo princípio da insignificância, acolhido pelo Colegiado da CVM<sup>35</sup>, o Acusado não poderia ser responsabilizado pela sua realização.

20. Por fim, em 22/11/2024, Rafael Lucchesi juntou aos autos Memorial de Defesa<sup>36</sup>, no qual foram reiterados os argumentos anteriormente expostos e anexado o Termo de Contratação à Custódia Remunerada<sup>37</sup> celebrado com a Corretora.

21. Com base no exposto, o Acusado requer:

(i) O reconhecimento da nulidade deste PAS pela inexistência de justa causa para a sua instauração; ou

(ii) Subsidiariamente, a sua absolvição, com base nos argumentos de mérito apresentados.

## VI. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

22. Apesar de ter manifestado seu interesse na celebração de termo de compromisso, o Acusado não protocolou, no prazo de 30 (trinta) dias contados a partir da apresentação da sua defesa, referido no § 2º do art. 82 da RCVM nº 45/2021<sup>38</sup>, nenhuma proposta.

<sup>33</sup> Doc. nº 2033596, § 74.

<sup>34</sup> Em defesa da necessidade de comprovação do elemento subjetivo da infração, o Acusado cita, dentre outros, os seguintes julgados desta Autarquia: (i) PAS CVM nº 19957.005248/2021-29, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 05/09/2023; (ii) PAS CVM nº 19957.007862/2018-20, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 09/05/2023; (iii) manifestação de voto do Dir. Gustavo Borba no PAS CVM nº RJ2014/10556, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 28/11/2017; (iv) e PAS CVM nº RJ2011/12095, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 10/12/2013.

<sup>35</sup> O Acusado menciona os seguintes precedentes: (i) PAS CVM 19957.006304/2018-47, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/11/2020; (ii) PAS CVM RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; (iii) PAS CVM nº RJ2005/033, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 05/10/2005; (iv) IA CVM RJ2002/6982, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 18/12/2003; e (v) PAS CVM nº RJ2013/4328, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 01/09/2015.

<sup>36</sup> Doc. nº 2201940.

<sup>37</sup> Doc. nº 2201951.

<sup>38</sup> Art. 82. [...] § 2º A proposta completa de termo de compromisso deve ser encaminhada à GCP em até 30 (trinta) dias após a apresentação de defesa.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

23. Assim, a Gerência de Controle de Processos Sancionadores (“GCP”) encaminhou o PAS em epígrafe à Gerência Executiva (“EXE”), para que fosse designado o seu Relator.

### VII. DISTRIBUIÇÃO

24. Por fim, registro que fui designado Relator deste PAS em Reunião do Colegiado de 09/07/2024<sup>39</sup>.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

**João Pedro Nascimento**

Presidente Relator

---

<sup>39</sup> Doc. nº 2082100.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.016206/2023-85

Reg. Col. 3092/24

**Acusados:** Rafael Lucchesi  
**Assunto:** Possível prática de negociação de ativos em períodos vedados - art. 54 da Resolução CVM nº 160 e art. 14 da Resolução CVM nº 44/  
**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento  
**Voto:** Diretor João Accioly

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

##### I. INTRODUÇÃO

1. Respeitosamente, divirjo das condenações indicadas pelo Il. Relator a Rafael Lucchesi, pelas negociações com ações da DASA (i) no Período Vedado da Oferta, pelas operações de empréstimo realizadas nos dias 20 e 26/4/2023, supostamente infração ao art. 54 da RCVM nº 160; e (ii) no Período Vedado ITR, pelas operações de empréstimo realizadas nos dias 27/4/2023, 02 e 03/5/2023, em infração ao disposto no art. 14 da RCVM nº 44.

2. Acompanho o Relator, ao absolver o Acusado da acusação de infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022, pela subscrição de ações na oferta pública, em 19/4/2023, no Período Vedado da Oferta. Como bem delineado no voto, foi operação no mercado primário e assim fora do escopo de negociações a que a norma faz referência.

##### II. COMPETÊNCIA REGULATÓRIA E PERÍODO VEDADO

3. Em linha com o voto que proferi como Relator do PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, j. em 05/11/2024, entendo que a CVM não possui competência regulatória para proibir negociações com valores mobiliários durante o período que antecede a divulgação de informações periódicas. Nesse sentido, transcrevo alguns trechos do voto (a que acrescento alguns destaques em negrito):

58. (...) A CVM não tem competência regulatória para proibir negociações ao regulamentar o regime de divulgação de informações, este sim dentro de sua competência prevista na Lei 6.385, que, nos termos do art. 8º, I, se deveria restringir às ‘matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações’.

59. Das matérias tratadas na Res. 44, a divulgação de informações é expressamente prevista como objeto da competência regulatória, no art. 22, §1º da Lei 6.385. O dispositivo é claro e taxativo:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

§1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;

II - relatório da administração e demonstrações financeiras;

III - a **compra de ações emitidas pela própria companhia** e a alienação das ações em tesouraria;

IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;

V - **informações** que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, **relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários** emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados;

VIII - as demais matérias previstas em lei.

60. No entanto, ao regular o regime de **divulgação de informações**, a CVM foi além de regular quais informações devem ser divulgadas e como. Determinou, por exemplo, que pessoas que ocupam cargos específicos em companhias abertas **não poderiam realizar negociações** com valores mobiliários durante o período que antecede a divulgação de informações periódicas.

61. A lei chega a dar competência para expedir normas sobre a compra e a venda **pelas companhias abertas** de ações de sua própria emissão (art. 22, §1º, III da Lei 6.385 e art. 30, §2º, da Lei 6.404). **Mas não por integrantes da administração.**

4. Transcrevo, ainda, a manifestação apresentada pelos juristas Marcelo Trindade e Rafael Salles à Consulta Pública SDM 06/20 (que resultou na Resolução 44), em nome de Trindade Sociedade de Advogados, tratando da vedação objetiva à negociação (itálicos negritos originais, a que acrescento os negritos):

16. A Minuta também propõe a criação de um novo ilícito, autônomo em relação ao *insider trading*, que consistiria na negociação de valores mobiliários nos quinze dias que antecedem a divulgação das informações financeiras trimestrais e das demonstrações financeiras da companhia, pela própria companhia, bem como pelos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, independentemente do conhecimento de qualquer informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

a) *Legalidade Questionável*

17. A nosso ver, a instituição da vedação pretendida **extrapola a competência normativa** da CVM.

18. Nos termos do art. 8º, I da Lei nº 6.385/76, compete à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, as normas contidas na Instrução CVM nº 358/02 regulamentam as regras contidas no art. 155, §§ 1º e 4º (que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estabelecem a vedação ao *insider trading*) e no art. 157 (que estabelece certas obrigações informacionais impostas aos administradores de companhias abertas, inclusive a de divulgar fatos relevantes), ambos da Lei nº 6.404/76.

19. Assim, **não é possível encontrar na Lei nº 6.404/76 fundamento para criação, pela CVM, de uma vedação autônoma à negociação**, aplicável a uma situação em que inexistente um fato relevante pendente de divulgação.

20. E a **Lei nº 6.385/76 igualmente não atribui à CVM competência para estabelecer a vedação** pretendida. Ao tratar da competência normativa da autarquia em relação às operações realizadas em mercado secundário, o art. 18, II da Lei nº 6.385/76 estabelece que compete à CVM definir (i) “*as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações*”; e (ii) “*a configuração de condições artificiais [...] ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores*”.

21. A primeira hipótese diz respeito **exclusivamente a modalidades de operações permitidas em bolsa e balcão** [...] e normas de conduta aplicáveis a investidores e intermediários [...]. A segunda hipótese, por sua vez, diz respeito às matérias [...] [da] Instrução CVM nº 08/79.

22. Em ambos os casos, a lei atribuiu à CVM competência para estabelecer normas **relacionadas à dinâmica de funcionamento do mercado secundário** [...] o que, a nosso ver, **não contempla a instituição de uma vedação à negociação por parte de determinadas pessoas ligadas à companhia** aberta, bem como à própria companhia, durante o período que antecede a divulgação de informações financeiras, independentemente do acesso efetivo, por tais pessoas, a uma informação privilegiada.

23. Assim, entendemos que não existe autorização legal para que a CVM estabeleça a vedação contemplada no art. 14-A da Minuta.”

5. Com relação ao art. 4º da 6.385/76, ele nada diz não diz sobre *competência*, pois fala das *finalidades* da CVM de “*assegurar funcionamento eficiente dos mercados*” ou “*proteger investidores contra uso de informação relevante*”. O bem fundamentado voto do Diretor Daniel Maeda, referido pelo Relator, afirma que dessas finalidades decorreria “*a total competência para vedar determinadas operações no mercado*”. Porém, esclareço que **não estou afirmando** que a vedação à negociação como feita na RCVM 44 não se adequa às finalidades legais da CVM.

6. Posso até discordar que essa vedação seja uma regra desejável ou adequada para a atender a tais finalidades. Mas é claro que *formalmente* ela é condizente com as finalidades do art. 4º: A CVM formou um entendimento majoritário de que essa é uma maneira de contribuir para tais finalidades, e não nego que a fundamentação tenha alguns pontos meritoriosos (tal como a segurança jurídica de evitar que *insiders* se beneficiem irregularmente do acesso às demonstrações financeiras). Os custos me parecem excessivos e a eficácia, desprezível, mas a *intenção* sem dúvida é coerente com as finalidades.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Ocorre que não é pelas finalidades que se verifica a competência regulatória. Se finalidade bastasse para definir matérias a CVM sobre as quais pode criar normas, ela poderia criar absolutamente qualquer regra que quisesse, sobre o tema que quisesse, relativo ao funcionamento das companhias abertas ou ao mercado de capitais em geral. Bastaria demonstrar algum possível nexos com tais objetivos, e daí se faria letra morta do art. 8º, I, da Lei 6.385, que determina que sua a competência regulatória é para as matérias expressamente previstas na mesma lei ou na Lei das S.A.

8. Onde haveria alguma plausibilidade, ao menos semântica, para sustentar que a CVM tem a competência é nos dispositivos da Lei 6.385 que lhe dão competência para “*definir as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão*” e “*métodos e práticas que devem ser observados no mercado*” (art. 18, II, “a”). Contudo, discordo que tais expressões tenham alcance tão amplo a ponto de incluir a instituição de uso de informação privilegiada por presunção absoluta.

9. Operação realizada em determinado período por determinadas pessoas não é o tipo de “*espécie de operação*” ou “*método e prática*” a que a lei se refere<sup>1</sup>: ao falar em autorizadas na bolsa e no mercado de balcão, o texto teve por escopo modalidades como compra e venda à vista, a termo, venda a descoberto, operações com derivativos e outras espécies definidas sem referência a *quem ou quando*. A matéria expressamente prevista na lei para regulamentar negociações por critérios subjetivos é apenas quanto às próprias companhias abertas (art. 22, §1º, III). Se o art. 18, II, “a” permitisse criar a vedação para os administradores negociarem, o mesmo texto permitiria regulamentar as recompras e revendas de ações pelas companhias. Mas isso significaria que a competência expressa prevista no art. 22, §1º, III seria uma regra **inteiramente desnecessária**, em afronta à regra básica de hermenêutica segundo a qual a lei deve ser lida como se nela não houvesse palavra inútil.

---

<sup>1</sup> Pode-se, num exercício de pura organização conceitual, distinguir categorias de operações (ou de qualquer coisa) por qualquer critério. Assim, numa classificação para finalidades descritivas, por exemplo, qualquer subdivisão de operações de mercado em conjuntos definidos por características comuns de seus elementos resultará em subgrupos que podem ser chamados de “espécies”. Por isso, apoiar na expressão “espécies de operação autorizadas” o entendimento de que a CVM tem competência regulatória para impor a vedação de operações aqui tratada não chega a ser algo objetiva e inquestionavelmente contrário às palavras da lei, já que elas podem ser lidas ampliativamente para dizer que a operação feita em determinado período por determinado agente é uma “espécie” de operação, e que ela é realizada “na bolsa e no mercado de balcão”. Também se poderia forçar ainda mais a barra e dizer que negociar ações é “prática observada no mercado”. A mim (como pareceu também a Trindade e Salles no texto citado) é bem nítido que não é esse o sentido correto, mas por honestidade intelectual devo registrar que a meu ver, embora tais palavras precisem ser inadequada e excessivamente alargadas para concluir que existe essa competência, esse alargamento não alcança o ponto de uma ruptura. O direito me parece violado, mas o dicionário não. De todo modo, a quem fica confortável com essa leitura ampliativa para determinar competência regulatória, deixo em aberto a questão de qual seria a base legal para dizer que a vedação de negociar, por presunção de uso de informação privilegiada, poderia alcançar negócios fora do mercado de bolsa e de balcão, já que o dispositivo que mais próximo chega de estabelecer essa competência é claro ao se referir a tais ambientes de negociação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. O recurso metodológico da não-inutilidade de todo e qualquer vocábulo em texto legislativo pode até ser flexibilizado para certas regras mal redigidas, mas tratar um *dispositivo inteiro* como inútil já me parece incompatível com o rigor necessário à aplicação da lei. Ainda mais numa matéria que trata de delegação de competência regulatória, algo que demanda interpretação estrita – não só pela gravidade de proibir particulares de realizar negócios, em condições não previstas na lei, mas também pela clareza com que o art. 8º, I, fala que as matérias devem ser *expressamente* previstas para a CVM poder editar normas a respeito. Não pode ser implícita ou indireta a previsão, muito menos extraída das finalidades legais.

11. Por essas razões, adianto meu entendimento pela absolvição do Acusado quanto à infração do art. 14 da Resolução 44, independentemente da análise dos fatos.

### III. AUSÊNCIA DE MATERIALIDADE

12. Em paralelo à discussão sobre a competência regulatória para estabelecer vedação às negociações por presunção de uso indevido de informação privilegiada, remanesce a acusação do período vedado na oferta (art. 54 da RCVM 160), para cuja edição irei nesta ocasião presumir ser a CVM competente com base no art. 19, §5º da Lei 6.385.

13. Como exponho nesta seção, entendo que não há materialidade do ilícito de negociação nesse período vedado (e o mesmo raciocínio exposto a seguir se aplica ao período vedado do ITR, abstraindo-se a discussão sobre ter ou não a CVM competência para criar a regra).

14. Concordo com a Defesa quando diz que os fatos evidenciam a ausência de qualquer manifestação de vontade ou intenção por parte de Rafael Lucchesi em negociar com os ativos DASA3 nas operações questionadas.

15. De acordo com o Termo de Custódia Remunerada, todas as posições detidas por Lucchesi na Corretora seriam disponibilizadas automaticamente para empréstimo, sem que fosse necessária sua autorização ou qualquer comunicação ou notificação a respeito das operações. Dessa forma, o Acusado não deu qualquer ordem de negociação específica, nem recebeu qualquer tipo de comunicação de sua corretora a respeito das operações de empréstimo. Apenas quando solicitou o relatório das negociações, para que informasse à Companhia a compra feita no âmbito da oferta pública, ele soube dos outros negócios - quando prontamente interveio junto à Corretora para cancelar a autorização para empréstimo de suas ações DASA3.

16. Além disso, conforme se observa dos *prints* anexados (2033596, p. 21), o Acusado efetivamente informou à Corretora sobre sua condição de administrador da DASA em momento anterior não só às operações de empréstimo de ações da Companhia como, também, da própria assinatura do Termo de Custódia Remunerada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Ou seja, em 10 de março, *antes* de assinar o termo que disponibilizava suas ações em negociação (20/4), Lucchesi deixou claro para o assessor sua posição na DASA, e, com isso, todas as vedações a ele impostas para a negociar seus ativos. Não só, ainda afirmou que *não* queria disponibilizar suas ações de DASA3 para empréstimo.

18. É verdade que a Cláusula 2.2 do Termo de Custódia Remunerada, assinado depois dessa recusa em disponibilizar as ações para empréstimo, assim especificava:

2.2. O CLIENTE, ao aderir à Custódia Remunerada, tem ciência de que é de sua responsabilidade comunicar à XP Investimentos caso possua em custódia algum Ativo com o qual esteja impossibilitado ou restrito de realizar operações de empréstimo.

19. Natural que essa obrigação seja alocada ao cliente pelo contrato, pois a corretora não tem como adivinhar que entre os seus milhares de clientes este ou aquele indivíduo não pode negociar com determinado ativo em um período específico. Contudo, no caso concreto, o Acusado já havia avisado de antemão acerca dessa impossibilidade.

20. Assim, há uma situação de fato que precisaria ser aprofundada para melhor entender, no âmbito da relação entre corretora e cliente, o que prevaleceria numa hipotética disputa entre investidor e intermediário sobre de quem teria sido a falha:

- (i) De um lado, uma visão plausível seria a de que, tendo sido informada pelo cliente das particularidades do caso, a Corretora se atentasse ao que lhe foi especificado, e não à cláusula genérica do contrato. Trata-se da prevalência do critério de especificidade sobre o de anterioridade. A regra específica (não negociar DASA3) prevalece sobre a genérica (negociar ativos da carteira), mesmo esta sendo posterior, especialmente tendo em vista que o termo assinado correspondia a uma formalização da realidade negocial já vigente entre as partes.
- (ii) Por outro lado, como bem lembra o Relator, *“para efeitos civis, qualquer manifestação de vontade que se oponha a declaração anterior tem o condão de revogá-la”* (§56 do Voto).

21. Assim, seria preciso aprofundar, para determinar eventual responsabilidade *no âmbito da relação entre cliente e corretora*, se a manifestação de vontade *posterior* efetivamente se opôs à manifestação *anterior*, ou se a posterior foi apenas geral, não prevalecendo sobre a anterior que lhe era mais específica. Isso nem sempre é trivial, pois pelas demais condições e circunstâncias da relação jurídica, pode haver disposições adicionais, expressas ou implícitas (como a conduta das partes em relação ao contrato, por exemplo, ou uma cláusula com teor expresso de dizer que os termos do instrumento assinado são os únicos vigentes entre as partes, afastando-se qualquer outro proferido anteriormente por qualquer meio).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Penso que não há elementos suficientes para concluir pelas possibilidades (i) ou (ii) do parágrafo anterior, já que isto pressuporia a manifestação dos envolvidos especificamente a respeito desse assunto – tanto cliente como corretora. Mas essa conclusão não me parece necessária para avaliar a questão destes autos.

23. Concordo em parte com o Relator quando diz, no §56, “*mesmo que se reconheça que a ausência de nova ressalva por parte de Rafael Lucchesi em relação às suas ações DASA3 possa não ter sido intencional, mas fruto de descuido e negligência, isso certamente não exclui a sua responsabilidade de comunicar a corretora acerca das restrições a que esteja sujeito*”. A concordância é parcial em dois aspectos: um é o que me referi mais acima, de não estar claro qual comando prevaleceria (o anterior específico ou o posterior geral); o outro aspecto, mais relevante, é o de que a responsabilidade obrigacional nem sempre se confunde com a responsabilidade punitiva. E este caso me parece ser um em que ela não se confunde.

24. Podemos realmente aceitar que ao cliente cabia, pelo contrato, a responsabilidade de comunicar à vedação à corretora, mas dessa obrigação não decorre que eventual falha sua imponha responsabilidade punitiva por algo que a corretora fez. Se o Acusado *tentou* evitar a conduta e especialmente não determinou *que o empréstimo fosse feito*, por mais que se entenda que *no plano obrigacional e patrimonial* sua conduta possa ter sido insuficiente para descumprir-se perante a corretora da responsabilidade de comunicar a vedação, essa mesma conduta pode ser **suficiente para descaracterizar o dolo** necessário para configuração do ilícito. E a meu ver, ela é.

25. Aqui, anoto respeitosamente outra divergência conceitual. Entendo que não pode haver infração “de natureza objetiva” (no sentido de prescindir de elemento subjetivo) no âmbito de processo administrativo sancionador. Muito menos para um ilícito tão grave quanto o uso de informação privilegiada, ainda que por ficção ou presunção absoluta. Entendo que se não há dolo, não há infração. Claro que juridicamente é admissível a existência de certas infrações de natureza culposa, mas desde que o texto seja claro sobre isso – como um descumprimento de deveres de diligência e outras condutas omissivas. Mas se o texto prescreve uma conduta positiva, como *negociar*, isto só pode ser lido como algo praticado intencionalmente. Ademais, ainda nas hipóteses em que se trata de infração culposa, daí não decorreria a *responsabilidade* objetiva, já que exige o elemento subjetivo da culpa.

26. A necessidade do elemento subjetivo é pacífica mesmo nos casos das chamadas “infrações de natureza objetiva”. Estas não pressupõem uma *responsabilidade objetiva* pela infração, pois isso, como visto, é inadmissível no processo administrativo sancionador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Uma boa descrição daquilo a que se refere a “objetividade” da infração é a circunstância de poder ser verificada mais facilmente a partir de informações detidas pela CVM, como bem exposto no seguinte trecho de voto do Diretor Otávio Yazbek, em precedente destacado pela defesa (destaques adicionados):

1. O presente processo versa sobre o não envio, pela Acusada, de informações exigidas pela Instrução CVM n.º 481/2009, mais especificamente aquelas referentes aos itens 10 e 13 do formulário de referência e aquelas previstas no Anexo 9-1-II da referida Instrução.

2. Trata-se de irregularidades designadas na regulamentação da CVM como **‘infrações de natureza objetiva’**. **E esta designação, é bom que se diga, não corresponde a uma responsabilidade objetiva (e, portanto, independente de culpa)**, mas diz respeito àquelas infrações cuja tipicidade se verifica ‘com facilidade a partir de dados já detidos pela CVM.’” (voto do rel. Diretor Otávio Yazbek no PAS CVM n.º RJ2011/12095, j. em 10.12.2013)

28. Concordo com o Relator que, da forma em que está redigida, a norma da vedação de negociações em determinado período descreva uma *infração de mera conduta*, mas isto não afasta a intencionalidade de praticá-la. Há menos elementos subjetivos que no tipo do *insider trading*, que requer a detenção da informação e a intenção de obter vantagem. Nesse sentido, ela é “objetiva” *quanto a esses elementos*, que no *insider trading* são subjetivos, ao supô-los presentes por presunção absoluta. A remoção de resultado naturalístico do tipo faz a infração ser *de mera conduta*, como o §20 do voto anota - classificação com a qual, repito, concordo.

29. O que não precisa haver, assim, é o dolo *específico* (de obter vantagem indevida mediante uso de uma informação privilegiada), mas precisa haver o dolo de praticar a (mera) conduta. Esse dolo pode até ser eventual, como se, numa situação parecida com a dos autos – ou nestes próprios autos, conforme a percepção subjetiva dos fatos de cada julgador – o Defendente tivesse assinado o Termo de Custódia Remunerada consciente de que não estava restringindo o empréstimo das ações de DASA e sem se importar que fosse feito esse empréstimo (essa hipótese seria inclusive compatível com o que afirma o Relator, sobre a possibilidade da recusa do Defendente de dar curso ao empréstimo na ocasião anterior poder ter sido algo pontual). Mas pelas circunstâncias dos autos, realmente me parece muito mais condizente com os fatos que a assinatura do instrumento sem a especificação de restrição de negociação tenha sido por *descuido*.

30. A falta de intenção é corroborada pela negativa anterior (que, mesmo não sendo prova, é um indício razoável), e principalmente pela conduta que manteve tão logo soube dos empréstimos realizados. Sua conduta assertiva a meu ver basta para demonstrar que ele não teve dolo, nem mesmo eventual, de praticar a conduta.

31. Em suma, os negócios foram feitos: (i) sem a determinação positiva do Acusado à Corretora; (ii) a despeito de o Acusado ter dado ciência à Corretora do cargo que ocupava na DASA; e (iii) a despeito de o Acusado ter recusado a disponibilização de sua posição em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

DASA3 para empréstimo (mesmo que se considere juridicamente suplantada pela assinatura posterior do instrumento sem a ressalva). Assim, não há como lhe atribuir conduta dolosa.

32. Por isso, à luz dos preceitos do direito sancionador, não vejo como concluir que ele *negociou*. No máximo, poderia concluir que *não foi capaz de evitar que negociassem* em seu nome. Não me parece que o grau de culpabilidade em tal falha seja suficiente para justificar punição, mas antes disto entendo que não se trata sequer de infração culposa, pelo que voto por sua absolvição.

### **IV. FALTA DE LESÃO AO BEM JURÍDICO: CARACTERÍSTICAS DO EMPRÉSTIMO DE AÇÕES**

33. Neste tópico, ressalto que a infração de negociação em período vedado, como prevista no art. 14 da Resolução 44, está relacionada ao uso indevido de informações privilegiadas. Isto é, trata-se de uma presunção de que o comitente, em função de seu cargo na companhia, possui informações privilegiadas prestes a serem divulgadas, que não poderia usar para obter vantagem indevida, em evidente descumprimento ao dever de lealdade perante a companhia.

34. No presente caso, porém, parece-me que não existia nem mesmo a possibilidade de Rafael Lucchesi obter vantagem financeira ilícita apostando na eventual alteração da cotação, por não se tratar de compra ou venda de ações (ou derivativos que apostem em sua subida ou queda), e sim de um empréstimo de ações como mutuante.

35. Independentemente de haver variação positiva ou negativa da ação após o evento que deu causa ao período vedado, o doador do empréstimo receberá a mesma quantidade ações que possuía anteriormente, com as seguintes possibilidades: se a cotação subiu, ele não vai ter tido ganho ilícito, já que não adquiriu novas ações, e, se caiu, ele não vai ter evitado uma perda, pois estará com o mesmo número de ações, agora com cotação menor.

36. Por outro lado, um empréstimo remunerado com base na cotação da ação verificada no fechamento do contrato, caso a cotação suba, como ocorreu no presente caso, realmente pode trazer “ganhos” que poderiam ser presumidos como decorrentes do uso de informação privilegiada<sup>2</sup>. Esta é a hipótese trazida pelo Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Note-se que ganho por ação não será a diferença entre a cotação final e inicial, pois como visto a quantidade de ações será a mesma. O ganho seria o produto da diferença entre as cotações pela taxa de remuneração. Assim, se for um empréstimo de 30 dias remunerado a 1%, o ganho ilícito em uma eventual subida da cotação seria de 1% da diferença entre as cotações. Se um lote de valor de R\$ 100.000 for emprestado por 30 dias a 1%, a taxa for fixada com base na cotação final, e o ativo subir 10%, o ganho ilícito seria de R\$100: a remuneração pelo empréstimo seria de R\$ 1.100, ao invés de R\$ 1.000.

<sup>3</sup> O Ofício-Circular considera que a vedação prevista no art. 14 da RCVM nº 44/2021 também se aplica ao empréstimo de ações, “*não só porque essa operação consiste, legalmente, em uma transferência de propriedade (mesmo que temporária), mas também porque o contrato de empréstimo permite ao doador optar pela incidência da taxa de remuneração sobre a cotação vigente na data de fechamento ou de vencimento do contrato*”. Ofício-circular não pode, obviamente, criar proibição, mas neste caso corretamente explica que o empréstimo *pode* permitir a alguém negociar uma remuneração em que se beneficie de informação privilegiada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. Porém, diferentemente da hipótese trazida pelo referido ofício circular, pela Cláusula 5 do Termo de Custódia Remunerada, o empréstimo tinha remuneração prefixada, ou seja, era remunerado com base em uma taxa anual percentual prefixada fechada no momento da operação e com base em taxas determinadas por terceiros – completamente insuladas, portanto, de qualquer influência de informações privilegiadas. O cálculo da remuneração está previsto na Cláusula 5.1, pela seguinte fórmula:

$$\text{Benefício Econômico do doador} = (Q * C) * \{ [(1 + Tx) ^ (n / 252)] - 1$$

Q = quantidade de Ativos emprestados

C = cotação do ativo utilizada na operação

Tx = taxa anual do contrato

n = número de dias úteis em que o empréstimo esteve vigente

38. Em outras palavras, diferentemente de uma compra ou venda realizada em período vedado, com o objetivo de ganhar com a subida da cotação ou evitar uma perda com a sua queda, o empréstimo, nas condições do Termo de Custódia Remunerada firmado por Lucchesi, poderia provocar o que a norma quer evitar, ou seja, que o *insider* tenha ganhos com base na informação (presumidamente) detida. No caso dos autos, como a taxa foi prefixada sem possibilidade de influência das informações, nem mesmo há o ganho possível.

39. Dessa forma, sancionar o Acusado seria equivalente a puni-lo por ilícito impossível (tomando como ilícito o possível *insider trading* e não como o mero descumprimento da vedação de negociar). Como a infração, da forma em que está escrita, é de mera conduta, parece-me que esta circunstância não afasta a incidência do tipo. O fato seguiria típico, mas por não poder afetar o bem jurídico tutelado, entendo que não seria antijurídico.

### IV. CONCLUSÃO

40. Como consideração final, antes de proferir a conclusão do voto, reconheço que o entendimento de que a vedação à negociação requer dolo não é algo expresso no texto normativo, e que, supondo que a infração admitisse a modalidade culposa, estaria a meu ver bastante ponderada a dosimetria aplicada pelo Relator, adequada às finalidades dissuasórias e equilibrada com postura de autodenúncia do Acusado – assim como também concordo com as ponderações feitas acerca da adequação de um ofício de alerta em tal hipótese.

41. De todo modo, pelas razões expostas anteriormente, voto pela absolvição de Rafael Lucchesi pela infração ao art. 54 da RCVM nº 160 e pelo art. 14 da RCVM nº 44.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

**João Accioly**

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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.016206/2023-85

Reg. Col. 3092/24

**Acusados:** Rafael Lucchesi  
**Assunto:** Apurar suposta prática de negociação de ativos em períodos vedados, em infração ao disposto no art. 54 da Resolução CVM nº 160/2022 e no art. 14 da Resolução CVM nº 44/2021.  
**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### VOTO

#### I. OBJETO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SEP em face de Rafael Lucchesi, diretor sem designação específica da DASA, com o objetivo de apurar a sua responsabilidade pela suposta negociação de ações de emissão da Companhia (ticker “DASA3”) em dois períodos vedados, a saber: (i) o período iniciado em 05/03/2023 e findo em 26/04/2023, que vai do 30º (trigésimo) dia anterior ao registro e ao lançamento, pela Companhia, de oferta pública subsequente de valores mobiliários (*follow-on*), até a divulgação do seu encerramento, em infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022<sup>2</sup> (“Período Vedado da Oferta”); e (ii) o período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação, pela Companhia, do ITR1-2023, iniciado em 26/04/2023 e findo em 10/05/2023, em violação ao art. 14 da RCVM nº 44/2021<sup>3</sup> (“Período Vedado ITR”, e em conjunto com o Período Vedado da Oferta, “Períodos Vedados”).

2. As operações realizadas pelo Acusado foram de duas ordens:

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste PAS.

<sup>2</sup> Art. 54. O ofertante, as instituições participantes do consórcio de distribuição e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma na oferta pública devem abster-se de negociar com valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável.

<sup>3</sup> Art. 14. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 16 e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

- (i) subscrição de 60.000 (sessenta mil) ações de emissão da Companhia, em 19/04/2023, na vigência do Período Vedado da Oferta, em razão do exercício do seu direito de prioridade no âmbito da oferta pública; e
- (ii) operações de empréstimo com ações de emissão da Companhia realizadas nos dias 20 e 26/04/2023, durante o Período Vedado da Oferta, e nos dias 27/04/2023, 02 e 03/05/2023, durante o Período Vedado ITR<sup>4</sup>.

3. Rafael Lucchesi não contesta a realização das operações<sup>5</sup>. Se insurge, porém, contra o que entende ser interpretação equivocada do art. 54 da RCVM nº 160/2022, que, segundo sustentou, “*não se aplica à subscrição na oferta que ensejou este período vedado*”<sup>6</sup>. Para o Acusado, “[o] *que se busca coibir com a vedação imposta pelo art. 54 da RCVM 160/22 é que os administradores interfiram na formação de preço das ofertas públicas e não proibir a sua participação em quaisquer das etapas de colocação de ações previstas no respectivo cronograma*”<sup>7</sup>.

4. O Acusado também aduziu que as operações de empréstimo teriam sido realizadas “*de forma automática pela Corretora e sem o seu conhecimento*”<sup>8</sup>, em decorrência de custódia remunerada contratada em 20/04/2023. De acordo com a defesa, assim que tomou conhecimento de tais operações, em 02/05/2023, Rafael Lucchesi solicitou à corretora o seu cancelamento, o que, na sua visão, demonstraria a ausência de elemento volitivo para fins de responsabilização administrativa.

5. Nesse sentido, ressaltou que as operações de empréstimo somaram um ganho financeiro irrelevante, no valor de R\$1.734,01 (mil, setecentos e trinta e quatro reais e um centavo), fato que corroboraria “*a ausência de interesse do Defendente em auferir qualquer tipo de vantagem com as operações*”<sup>9</sup>.

<sup>4</sup> Conforme apurado, as operações foram as seguintes: (i) em 20/04/2023: 14.322 ações; (ii) em 26/04/2023: 5.000 ações; (iii) em 27/04/2023: 188.802 ações; (iv) em 02/05/2023: 36.500 ações; e (v) em 03/05/2023: 161.624 ações.

<sup>5</sup> Que foram, inclusive, reportadas pelo próprio Acusado, por meio de Autodenúncia (Doc. nº 1950144).

<sup>6</sup> Doc. 2033596, p. 13.

<sup>7</sup> Doc. 2033596, p. 16.

<sup>8</sup> Doc. 2033596, p. 18.

<sup>9</sup> Doc. 2033596, pp. 3-4.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### **II. QUESTÃO PRELIMINAR: AUSÊNCIA DE JUSTA CAUSA**

6. O Acusado alega, preliminarmente, que este PAS foi instaurado sem a presença de justa causa, à revelia do que preceituam os arts. 4º e 8º, II, da RCVM 45<sup>10</sup>, pois, em síntese: (i) a subscrição de ações no âmbito da oferta pública da DASA não configuraria qualquer irregularidade; (ii) as operações de empréstimo realizadas nos Períodos Vedados teriam decorrido de erro da corretora e seriam irrelevantes, uma vez que teriam proporcionado ganhos no valor irrisório de R\$1.734,01 (mil, setecentos e trinta e quatro reais e um centavo); e (iii) “*o Dependente é réu primário e não apresenta nenhum histórico perante a CVM*”<sup>11</sup>.

7. Tais argumentos, contudo, não merecem prosperar.

8. De um lado, deve-se reconhecer que, nos termos do §4º do artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, a CVM deve priorizar “*as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado*”<sup>12</sup>. Nos casos de baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado, com pouca relevância da conduta, a Área Técnica da CVM pode deixar de lavrar termo de acusação, optando pela

---

<sup>10</sup> Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem: a) pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos; II – lavrar termo de acusação, nos termos do art. 6º; ou III – propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração, nos termos do art. 8º. § 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; II – a expressividade de valores relacionados à conduta; III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; V – os antecedentes das pessoas envolvidas; VI – a boa-fé das pessoas envolvidas; VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e VIII – o ressarcimento dos investidores lesados. § 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros. § 3º A expedição de ofício de alerta à pessoa natural ou jurídica supervisionada, nos termos do § 2º, deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável. § 4º Somente cabe recurso da decisão contida no inciso I, do caput, se ausente a fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalecente no Colegiado. § 5º No recurso de que trata o § 4º, incumbe ao recorrente demonstrar expressamente a ausência de fundamentação ou a dissonância em relação ao posicionamento prevalecente do Colegiado. § 6º A decisão do Colegiado nas hipóteses de deferimento do recurso previsto no § 4º, não determinará a instauração de processo administrativo sancionador, cabendo à superintendência, em cada caso, a eventual complementação da fundamentação ou revisão das circunstâncias de fato de acordo com o posicionamento prevalecente no Colegiado ou com nova orientação sobre a matéria por ele emitida, nos termos do § 8º deste artigo. § 7º A norma que dispõe sobre o recurso ao Colegiado de decisões proferidas pelos superintendentes da CVM aplica-se aos recursos previstos no § 4º exclusivamente no que diz respeito aos prazos e procedimentos. § 8º O Colegiado pode, de ofício ou a pedido da superintendência, conhecer de tema objeto de recurso sob a forma de consulta, hipótese na qual deverá manifestar-se sobre a matéria. [...] Art. 8º Compete às superintendências apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida à Superintendência Geral, que pode: [...] II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito.

<sup>11</sup> Doc. nº 2033596, § 28.

<sup>12</sup> Neste sentido, veja-se: PAS CVM nº 19957.007122/2023-51, j. em 30/04/2024, de minha relatoria.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos (expedição de ofício de alerta, por exemplo)<sup>13</sup>.

9. De outro lado, nos termos do *caput* do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, incumbe à CVM efetivar o cumprimento de normas legais que lhe caibam fiscalizar, bem como das resoluções por ela editadas, podendo, inclusive, impor penalidades aos infratores.

10. No presente caso, a área técnica, no exercício da sua função acusatória<sup>14</sup>, entendeu que as potenciais infrações eram relevantes o suficiente para justificarem a instauração do PAS, o que não significa dizer que, no julgamento de mérito, o Colegiado não possa sopesar os aspectos da conduta delitiva e modular no contexto da aplicação de eventuais penalidades.

11. A meu ver, ao menos em tese, o presente caso era vocacionado para a expedição de ofício de alerta, por decorrer de autodenúncia e por envolver operações realizadas, pela corretora, a princípio, sem a atuação afirmativa do Acusado, com baixa lesividade ao Mercado de Capitais.

12. Conforme já me manifestei em outras oportunidades, o instituto da autodenúncia (também denominado de denúncia espontânea) deve – tanto quanto possível – ser prestigiado pela CVM. Trata-se de comportamento que evidencia a atuação de boa-fé por parte dos agentes de mercado, que mesmo antes da existência efetiva de qualquer procedimento administrativo, investigação e/ou medida de fiscalização, confessa à CVM que praticou uma infração e/ou incorreu em alguma falha em relação a algum aspecto da Regulação do Mercado de Capitais<sup>15</sup>.

13. Por outro lado, entendo que esse caso também tem nuances que poderiam fazer com que restasse melhor resolvido na esfera sancionadora, em especial considerando que a

---

<sup>13</sup> A despeito de toda a evolução normativa que a precedeu, apenas com a Lei nº 13.506/2017, que conferiu nova redação ao §4º do art. 9º da lei nº 6.385/1976<sup>13</sup>, é que houve previsão legislativa acerca da possibilidade de as áreas técnicas da CVM deixarem de instaurar processos administrativos sancionadores, quando constatadas “a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos”. A referida previsão concretiza a transposição do princípio da insignificância, original do Direito Penal, ao Direito Administrativo Sancionador aplicado pela CVM. A Instrução CVM nº 607/2019, que regulava a atividade sancionadora da CVM, apresentava disposição similar, replicada no art. 4º, I, “b”, da atual RCVM 45/2021.

<sup>14</sup> Conforme destaquei em voto recente, que preferi no Processo Administrativo (“PA”) CVM nº 19957.015838/2023-21, j. em 27.03.2024, a prerrogativa da avaliação da justa causa é conferida, a princípio, à superintendência competente, “a partir da análise das características de cada caso concreto, e de acordo com o juízo fundamentado exigível”.

<sup>15</sup> Veja-se, a respeito, manifestações que preferi sobre autodenúncia em sede de apreciação de propostas de termo de compromisso no PAS CVM nº 19957.005711/2022-13, em 18/04/2023, no PAS CVM nº 19957.014436/2022-29, em 10/10/2023, e no PAS CVM nº 19957.008851/2023-24, em 13/06/2024.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

subscrição de ações em período vedado é questão ainda não enfrentada por este Colegiado. Refletindo sobre os aspectos deste caso concreto, provavelmente, este ponto inspirou a área técnica, dentro da discricionariedade de sua atividade acusatória, a trazer o tema ao julgamento pelo Colegiado.

14. Em relação ao argumento da defesa segundo o qual a insignificância do volume de operações realizadas e dos respectivos ganhos auferidos esvaziaria a justa causa necessária à instauração deste processo, observo que tal fator não é determinante para a caracterização da infração ao art. 14 da RCVM 44 ou ao art. 54 da RCVM 160. Estes dispositivos se limitam a proibir que determinados agentes realizem operações com ativos das companhias ou de outros emissores de valores mobiliários, quando da iminência ou da efetivação de determinados eventos. O volume de operações e de ganhos não é determinante para efeitos de caracterização do ilícito administrativo, embora possa ser considerado para fins da dosimetria da pena.

15. Complementarmente, veja-se que, na visão da acusação, os alegados benefícios auferidos pelo Acusado não foram irrisórios. Para além dos potenciais ganhos das operações de aluguel realizadas pelo Acusado durante o Período Vedado, *“caso a aquisição (subscrição) de ações tivesse sido realizada após a divulgação das IT23, ou seja, no primeiro dia subsequente ao término do período total de vedação, o administrador teria despendido um valor de R\$166.200,00 superior”*<sup>16</sup>.

16. Por essas razões, afasto a preliminar arguida pelo Acusado, passando a tratar, a partir da próxima seção, das questões de mérito do caso.

### III. MÉRITO

#### III.I. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE OS PERÍODOS VEDADOS

##### A. Período Vedado da Oferta

17. O art. 54 da RCVM nº 160/2022, reproduzindo, com poucos ajustes formais, a redação anterior da Instrução CVM nº 400/2003, veda a determinadas pessoas, dentre as quais o

---

<sup>16</sup> Doc. nº 1950147, §23.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ofertante e seus administradores (conforme inciso IV, “b”), a negociação de ações de mesma espécie e classe daquelas objeto da oferta pública durante o período da oferta.

18. A finalidade da norma é a de prevenir e inibir a ocorrência de ilícitos do Mercado de Capitais, a fim de proteger o processo de formação de preços dos ativos no contexto de ofertas de distribuição pública de valores mobiliários.

19. A negociação de ações no período vedado da oferta por pessoas vinculadas gera um perigo em abstrato, com risco de má-formação do preço do ativo ofertado publicamente, razão pela qual proíbe-se a conduta em si. Trata-se de infração de mera conduta, cuja configuração independe da quantidade de ações negociadas ou de eventual impacto efetivo na precificação do ativo, prescindindo, assim, da demonstração de prejuízo causado ou de benefício auferido<sup>17</sup>. Para a consumação do ilícito, se exige apenas a comprovação de possibilidade de dano ao bem jurídico tutelado pela norma.

20. De acordo com os precedentes<sup>18</sup>, a infração de mera conduta, tal como a vedação contida no art. 54 da RCVM nº 160/2022, não requer dolo específico do agente, ou seja, prescinde da prova de que a intenção do autor, ao negociar as ações, era a de interferir no *pricing* da oferta em curso. Basta que o agente negocie com valores mobiliários do referido emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta durante o período vedado para a ocorrência do ilícito administrativo.

---

<sup>17</sup> A respeito, vale citar trecho da declaração de voto proferido em 03.03.2009 pelo então Diretor Eli Loria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2007/14515: “Feitas as considerações e concessões devidas quando da transposição dos institutos e estruturas penais ao campo administrativo sancionador, verifica-se que a doutrina penal, no que respeita ao resultado, classifica os crimes em materiais, formais e os de mera conduta. O ilícito de mera conduta seria aquele em que a consumação não exige um resultado naturalístico, exaurindo-se com a própria ação ou omissão do agente. São crimes que encontram seu suporte natural apenas na ação ou na omissão do agente ativo e a maior parte da doutrina reconhece como ponto de distinção dos crimes de mera conduta a presunção legal de uma ofensa a um determinado bem jurídico. Por essa razão, seria possível afirmar que o resultado natural decorrente do crime de mera conduta não interessa para o direito penal, sendo que o dano ou o perigo ao bem jurídico se subsume (sic) na própria conduta. (...) Assim, verifica-se a possibilidade de aplicação da mesma classificação para as infrações administrativas e é possível afirmar que, do ponto de vista da importância do resultado, existem determinados tipos administrativos que dele prescindem para sua configuração”.

<sup>18</sup> Como explicitado, com muita propriedade, pela ex-Diretora Flávia Perlingeiro, no julgamento do PAS CVM nº RJ2017/4719, j. em 01/06/2021: “[E]m se tratando de infração de mera conduta, o dolo deve ser entendido, em sede de processo administrativo sancionador, como a vontade livre e consciente de realização de realização dos elementos objetivos do tipo administrativo (ou da assunção do risco de realizá-los), independentemente da intenção ou não de causar um resultado naturalístico específico”.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### B. Período Vedado do ITR

21. Por sua vez, a RCVM nº 44/2021, que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002, introduziu, em seu art. 14, uma vedação autônoma à negociação de valores mobiliários da companhia, por parte de seus acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, no período de 15 (quinze) dias que antecedem a publicação e divulgação das informações contábeis trimestrais e demonstrações financeiras anuais.

22. A nova opção regulatória afastou o regime de presunções relativas sobre o qual repousava a negociação de ações nesse período vedado<sup>19</sup>, que passou a constituir infração de mera conduta, objetiva e autônoma, dissociada da proibição geral de uso de informação privilegiada, em linha com a disciplina adotada em outras jurisdições<sup>20</sup>.

23. Assim, a norma passou a punir a mera conduta, por entender que ela é prejudicial ao bom funcionamento do Mercado de Capitais. À luz do art. 14 da RCVM nº 44/2021, portanto, a caracterização da tipicidade independe de um resultado material específico ou da intenção do agente, em linha com a sistemática aplicável à vedação do art. 54 da RCVM nº 160/2022, para as ofertas públicas.

24. Embora exista quem sustente que a CVM não teria competência regulatória para proibir negociações com valores mobiliários durante o período que antecede a divulgação de informações periódicas<sup>21</sup>, entendo que a questão já foi bem endereçada e refutada na Audiência Pública SDM nº 06/20, que subsidiou a RCVM nº 44/2021.

25. Na ocasião, para além da legalidade da nova regulamentação, diante do que dispõem os arts. 4º, III, IV, “c”, e 18, da Lei nº 6.385/1976, destacou-se a conveniência de criação de tal

---

<sup>19</sup> De acordo com o entendimento do Colegiado, à luz da ICVM nº 358/2002, a negociação em período vedado, constante do art. 13, § 4º, daquela instrução, estava sujeita ao regime jurídico de presunções relativas aplicáveis à negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas, dentre as quais presunções de existência, relevância, acesso e uso da informação privilegiada, não constituindo infração autônoma. Exemplos: (i) PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018; e (ii) PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Rel. Dir. Alexandre Costa Rangel, j. em 11/05/2021.

<sup>20</sup> A respeito, o §11 do art. 19 da Regulação de Abuso de Mercado da União Europeia (Regulation (EU) nº 596/2014) prevê um período de 30 (trinta) dias durante o qual administradores (“*a person discharging managerial responsibilities*”) são proibidos de negociar com ativos emitidos pela companhia ou a ela vinculados (“*relating to the shares or debt instruments of the issuer or to derivatives or other financial instruments linked to them*”). Mesmo após as mudanças implementadas no contexto da sua saída da União Europeia – pelo Statutory Instrument 2019/310 –, o Reino Unido manteve a referida vedação.

<sup>21</sup> Conforme voto do Diretor João Accioly no PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, j. em 05/11/2024, do qual se extrai o seguinte trecho em relação ao art. 14 da RCVM nº 44/2021: “*Entendo, porém, que a norma é ilegal. (sic). A CVM não tem competência regulatória para proibir negociações (...)*”.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

vedação, que garante mais segurança jurídica e previsibilidade aos regulados, para fins de fortalecimento da higidez e bom funcionamento do Mercado de Capitais.

26. Esse entendimento foi reiterado pelo Colegiado no julgamento do recente PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, em 05/11/2024, com destaque às considerações do Diretor Daniel Maeda em seu voto vencedor:

30. Primeiramente, nota-se que tanto o preâmbulo da ICVM 358/02 quanto o da RCVM 44/21 apontam os artigos 4º, III, IV e VI, 8º, I e III, 18, II, “a”, e 22, § 1º, I, III, V e VI, da Lei nº 6.385/76, e o artigo 157 da Lei nº 6.404/76 como fundamentos legais daquela norma.

31. Assim, ao analisar a Lei nº 6.385/76, a CVM deve exercer suas atribuições para o fim de “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” (artigo 4º, inciso III) e “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários” (artigo 4º, inciso IV, alínea “c”), entres outras (demais incisos do artigo 4º). Como já foi bem pontuado em diversos precedentes<sup>22</sup>, **disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições**, podendo, para tanto, “definir: as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações” (artigo 18, inciso II, alínea “a”).

32. O objetivo da CVM, antes mesmo da vigência da RCVM 44/21, é preservar a credibilidade e a higidez do mercado de capitais, vedando a possibilidade de qualquer pessoa que possa ter informação privilegiada operar no mercado de capitais, a fim de evitar benefícios decorrentes da prática ilegal de *insider trading*.

33. O artigo 14 da RCVM 44/21, objeto deste PAS, busca atender a esse objetivo com maior eficácia e eficiência, tanto para os regulados quanto para o regulador. A regra estabelece mecanismos mais efetivos para evitar negócios que possam comprometer a credibilidade do mercado, além de proporcionar mais transparência aos regulados quanto a condutas que são ou não permitidas e de como será a atuação da CVM.

(...)

36. Vale lembrar, por fim, que vedações dessa mesma natureza são comuns em outras jurisdições; e que a regulamentação da CVM prevê outras inúmeras vedações para atuação ou prática de atos das mais diversas naturezas para toda sorte de agentes regulados sem que isso nunca tenha gerado qualquer tipo de controvérsia relevante no aspecto da legalidade desse tipo de dispositivo ou dos poderes legais atribuídos à CVM.

37. Dessa forma, sem prejuízo da importância da atuação da CVM sobre os casos específicos que envolvam o uso indevido de informação privilegiada, uma vedação complementar de caráter predefinido, objetivo e limitado mostra-se conveniente, justificada e é - o mais importante aqui - perfeitamente legal.

27. Conforme explicitado no Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP, a vedação prevista no art. 14 da RCVM nº 44/2021 também se aplica à operação de aluguel de ações, “*não só porque essa operação consiste, legalmente, em uma transferência de propriedade (mesmo que temporária), mas também porque o contrato de empréstimo permite ao doador optar pela*

<sup>22</sup> Nesse sentido, cito o voto do então Diretor Alessandro Broedel Lopes no âmbito do PAS nº RJ2010/4206 e o voto do então Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no PAS nº RJ2015/13651, bem como a manifestação de voto apresentada pelo então 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](http://www.cvm.gov.br)

*incidência da taxa de remuneração sobre a cotação vigente na data de fechamento ou de vencimento do contrato”.*

28. O referido ofício, aliás, não inovou nesse ponto, mas apenas reproduziu, na versão do ano de 2023, a mesma orientação que já constava desde o Ofício-Circular/CVM/SEP/nº 02/2016. Naturalmente, a mesma lógica se aplica para a vedação prevista no art. 54 da RCVM nº 160/2022.

29. Uma vez apresentado, em suas linhas gerais, o entendimento a respeito das vedações estabelecidas nos arts. 54 da RCVM nº 160/2022 e 14 da RCVM nº 44/2021, passo a analisar as acusações formuladas neste PAS.

### III.II. SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES NO ÂMBITO DA OFERTA PÚBLICA

30. Como relatado, o primeiro grupo de irregularidades que a Acusação imputou a Rafael Lucchesi diz respeito à subscrição de 60.000 (sessenta mil) ações DASA3 no contexto da oferta pública. A SEP reputou que a referida operação teria violado o disposto no art. 54 da RCVM nº 160/2022, por ter sido realizada em 19/04/2023, na vigência do Período Vedado da Oferta.

31. Para embasar seu entendimento, a Acusação afirma que *“caso a aquisição (subscrição) de ações tivesse sido realizada após a divulgação das IT23, ou seja, no primeiro dia subsequente ao término do período total de vedação, o administrador teria dispendido um valor de R\$166.200,00 superior aos R\$510.000,00 mencionados, considerando a cotação média do pregão do dia 12/05/2023”*<sup>23</sup>.

32. Em sua defesa, o Acusado argumentou que a subscrição de ações foi decorrente da sua adesão à oferta prioritária destinada aos acionistas da Companhia, nos termos do art. 53 da RCVM nº 160/22, que não restringe a participação de pessoas vinculadas. Além disso, apontou que *“a própria Oferta Pública permitia a participação de pessoas vinculadas”*<sup>24</sup> e que a possibilidade de sua participação foi previamente confirmada pelo Diretor de Relações com Investidores da Companhia, quando questionado pelo Acusado, conforme mensagem eletrônica de 13/04/2023 juntada aos autos<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Doc. 1950147, p. 7.

<sup>24</sup> Doc. 2033596, p. 5.

<sup>25</sup> Doc. 2033597.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

33. Nesse ponto, tenho que concordar com a defesa.

34. Respeitosamente, entendo que a SEP construiu a acusação partindo de interpretação equivocada do art. 54 da RCVM nº 160/2022, que assim explicita:

Art. 54. O ofertante, as instituições participantes do consórcio de distribuição e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma na oferta pública devem **abster-se de negociar** com valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável.

§ 1º A vedação de que trata o *caput*:

I – se inicia, para o ofertante e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, na data mais antiga entre:

a) a data de deliberação da oferta; e

b) o 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM para análise prévia do requerimento de registro;

(...)

III – se encerra com a divulgação do anúncio de encerramento de distribuição; e

IV – aplica-se também:

(...)

b) aos administradores dos ofertantes, das instituições participantes do consórcio de distribuição, e, no caso da alínea “a” deste inciso, dos emissores; (...)  
(grifou-se)

35. Conforme consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 02/21<sup>26</sup>, que precedeu a promulgação da RCVM nº 160/2022, a vedação de que trata o art. 54 incide apenas “sobre valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável”.

36. Ao redigir a referida norma, a preocupação do regulador se concentrou no mercado secundário de valores mobiliários<sup>27</sup>.

<sup>26</sup>

Disponível

em:

<[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2021/sdm0221\\_Relatorio.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf)>.

<sup>27</sup> Nelson Eizirik *et. al.* explicam a função do mercado secundário em comparação ao mercado primário: “O mercado primário caracteriza-se pela negociação de valores mobiliários provenientes de novas emissões entre a companhia e os subscritores, com a intermediação do underwriter. Ou seja, fazem parte do mercado primário as negociações ocorridas no momento em que a companhia está ofertando novos valores mobiliários aos investidores, com o objetivo de obter recursos para seus projetos de desenvolvimento ou necessidades de caixa. [...] No entanto, a existência do mercado primário seria extremamente prejudicada se, após subscreverem os novos valores mobiliários emitidos, os investidores não tivessem condições de negociá-los com terceiros. Portanto, o mercado secundário tem a função de conferir liquidez aos valores mobiliários emitidos no



## 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](http://www.cvm.gov.br)

37. Essa conclusão também se extrai da interpretação sistemática RCVM nº 160/2022.
38. Com efeito, veja-se que o inciso XVI do art. 2º da RCVM nº 160/2022 classifica “os administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor [e] do ofertante” – dentre outras pessoas – como “pessoas vinculadas”<sup>28</sup>.
39. Por um lado, eventual vedação à participação dessas pessoas em ofertas públicas com as quais tenham vinculação poderia ser justificada por preocupações como o seu acesso a informações privilegiadas e a interferência em processos de precificação dos valores mobiliários ofertados<sup>29</sup>, como o *bookbuilding*.
40. O próprio mercado reconhece estas questões. Há inúmeros exemplos de ofertas cujos prospectos explicitam que a participação de pessoas vinculadas em seu processo de *bookbuilding* pode impactar adversamente a formação do preço por ação.
41. Por outro lado, a referida vedação, se estabelecida de forma ampla, poderia atentar contra o direito de preferência para a subscrição de ações, que é direito essencial dos acionistas nos termos do art. 109, IV, da Lei nº 6.404/1976<sup>30</sup>. Em outras palavras, por via transversa, se estaria erroneamente suprimindo o direito de preferência assegurado na lei societária, que não pode ser privado nem pelo Estatuto Social nem pela Assembleia Geral<sup>31</sup>.

---

*mercado primário, permitindo que os investidores transfiram, entre si, os títulos previamente adquiridos.”* (EIZIRIK, Nelson *et. al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 291).

<sup>28</sup> Art. 2º. Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: [...] XVI – pessoas vinculadas: controladores, diretos ou indiretos, ou administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor, do ofertante, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau, sociedades por eles controladas direta ou indiretamente e, quando atuando na emissão ou distribuição, as demais pessoas consideradas vinculadas na regulamentação da CVM que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados.

<sup>29</sup> Marcelo Trindade, ex-Presidente da CVM, explica que, ao redigir o comando normativo do art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400/2003, reproduzido no atual art. 54 da RCVM nº 160/2022, “o regulador optou por presumir que a negociação por determinadas pessoas diretamente envolvidas na oferta será feita com a detenção de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, e com a finalidade de utilização indevida das informações privilegiadas – ou ao menos de atuar de modo a impedir que a formação dos preços se dê pelas livres forças do mercado” (grifou-se) (TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade*, p. 461. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 453-471.

<sup>30</sup> “Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172*”.

<sup>31</sup> A Lei nº 6.404/1976 dispõe no artigo 171 que “na proporção de número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital”. Bulhões Pedreira, com a sua clareza e objetividade característica, ensina



## 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](http://www.cvm.gov.br)

42. Para harmonizar essas duas realidades, a CVM adotou parâmetros para a participação de pessoas vinculadas em ofertas públicas. Nessa linha, o *caput* do art. 56 da RCVM nº 160/2022 veda a colocação de ativos para as pessoas vinculadas apenas excepcionalmente, quando a demanda registrada na oferta exceder em 1/3 (um terço) a quantidade inicialmente ofertada:

Art. 56. É vedada a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas no caso de distribuição com excesso de demanda superior em 1/3 (um terço) à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, sem levar em consideração a opção de distribuição de lote suplementar ou a colocação do lote adicional.

43. A vedação é, no entanto, afastada nas hipóteses em que a demanda remanescente for inferior ao montante inicialmente ofertado<sup>32</sup>. Nestes casos, a colocação para pessoas vinculadas, nos termos do §3º, “*fica limitada ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional, desde que preservada a colocação integral junto a pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados*”.

44. A vedação é também excepcionada, consoante disposto no §4º do mesmo art. 56 da RCVM nº 160/2022, quando o preço por ação for determinado por procedimento de precificação – dentre os quais se enquadra o processo de *bookbuilding* – e “*o plano de distribuição da oferta [previr] a adoção de precauções suficientes e passíveis de comprovação para mitigar as possibilidades de favorecimento e utilização de informação para obtenção de vantagem indevida pelas pessoas [vinculadas]*”<sup>33</sup>.

---

que: “A função primordial do direito de preferência é a preservação da porcentagem de participação do acionista no conjunto de todas ações em que se divide o capital social, garantindo-lhe, assim, a manutenção do objeto dos seus direitos de participação”. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2a ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1033).

<sup>32</sup> Art. 56. [...] § 1º A vedação constante do *caput* não se aplica: [...] III – caso, na ausência de colocação para as pessoas vinculadas, a demanda remanescente seja inferior à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, nos termos do *caput*.

<sup>33</sup> Art. 56. [...] § 4º A vedação constante do *caput* pode ser afastada nas ofertas em que o apreenhimento do valor mobiliário resulte de procedimento de precificação, desde que o plano de distribuição da oferta preveja a adoção de precauções suficientes e passíveis de comprovação para mitigar as possibilidades de favorecimento e utilização de informação para obtenção de vantagem indevida pelas pessoas citadas no *caput*.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

45. Dentre as precauções mínimas elencadas no §5º do art. 56 da RCVM nº 160/2022<sup>34</sup>, destacam-se a restrição da participação das pessoas vinculadas à parcela prioritária ou à parcela não destinada ao processo de precificação da oferta e, ainda, a exigência de que estas pessoas sejam sujeitas ao procedimento de rateio, em caso de excesso de demanda.

46. Na prática, mesmo quando admite a participação de pessoas vinculadas no processo de *bookbuilding*, o mercado tem restringido esta participação com base em parcelas da quantidade inicialmente ofertada, o que diminui a sua ingerência na formação dos preços e reduz adversidades decorrentes do eventual uso de informação privilegiada.

47. No caso concreto, note-se que a própria oferta pública promovida pela Companhia permitia a participação de pessoas vinculadas que fossem investidores profissionais no procedimento de *bookbuilding*<sup>35</sup>, a potencial adversidade desta participação<sup>36</sup> e a subscrição de ações por pessoas vinculadas<sup>37</sup>.

48. Concluo, portanto, que a vedação prevista no art. 54 da RCVM nº 160/2022 não alcança a subscrição de ações realizada por Rafael Lucchesi no contexto da oferta, razão pela qual julgo improcedente a Acusação, exclusivamente quanto a esta operação.

---

<sup>34</sup> Art. 56. [...] § 5º As precauções citadas no § 4º deste artigo devem incluir, no mínimo: I – o deslocamento da data de término dos pedidos de reserva efetuados por pessoas vinculadas para data que anteceder, no mínimo, 7 (sete) dias úteis ao encerramento da coleta de intenções de investimento; e II – a restrição da participação das pessoas vinculadas na oferta à parcela não destinada ao procedimento de precificação ou à parcela prioritária, se existente, e sujeitando-as às mesmas restrições que a estas parcelas são impostas, incluindo: a) limites máximos para o pedido de reserva, quer seja em valor ou em quantidade; b) restrições à sua participação a uma única instituição intermediária; c) condições de desistência que não dependam de sua única vontade; d) sujeição ao rateio em caso de excesso de demanda; e e) demais condições impostas conforme os documentos da oferta.

<sup>35</sup> “Foi aceita a participação de Investidores Profissionais no Procedimento de *Bookbuilding* que fossem Pessoas Vinculadas, nos termos do artigo 2º, inciso XVI da Resolução CVM 160 e do artigo 2º, inciso XII, da Resolução CVM 35. Nos termos do artigo 56 da Resolução CVM 160, tendo em vista que não foi verificado excesso de demanda superior em 1/3 à quantidade de Ações inicialmente ofertadas (sem considerar as Ações Adicionais), foi permitida a colocação de Ações junto a Investidores Profissionais que fossem Pessoas Vinculadas.” (doc. nº 2033598, p. 13).

<sup>36</sup> “A participação de Investidores Profissionais que fossem Pessoas Vinculadas no Procedimento de *Bookbuilding* pode ter impactado adversamente a formação do Preço por Ação, e o investimento nas Ações por Investidores Institucionais que fossem Pessoas Vinculadas pode promover redução da liquidez das ações ordinárias e dos bônus de subscrição de emissão da Companhia no mercado secundário [...]” (Doc. nº 2033598, p. 34).

<sup>37</sup> “De forma a dar cumprimento ao disposto no artigo 53 da Resolução CVM 160, bem como assegurar a participação dos atuais acionistas da Companhia na Oferta, foi concedido Direito de Prioridade, para subscrição de até a totalidade das Ações da Oferta, aos Acionistas titulares de Ações na Primeira Data de Corte, na proporção de suas respectivas participações no capital social da Companhia na Segunda Data de Corte [...]” (Doc. nº 2033598, p. 21).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### III.III. EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

49. Não chego, porém, à mesma conclusão no que tange às operações de empréstimo de ações.

50. Inicialmente, destaco ser incontroverso o fato de o Acusado ter realizado as operações de empréstimo com ações DASA3 (i) nos dias 20 e 26/04/2023, durante o Período Vedado da Oferta; e (ii) nos dias 27/04/2023, 02 e 03/05/2023, durante o Período Vedado ITR.

51. O Acusado também reconheceu, em suas razões de defesa e nas demais manifestações apresentadas no PAS, que sua posição como diretor da DASA o incluía no rol de pessoas sujeitas à proibição de negociar ações de emissão da Companhia nos Períodos Vedados, em conformidade com o disposto nos arts. 54 da RCVM nº 160/2022 e 14 da RCVM nº 44/2021.

52. No entanto, argumentou que os empréstimos, apesar de realizados durante os Períodos Vedados, teriam sido efetuados: (i) de forma automática pela corretora e sem a sua autorização, em decorrência da celebração de termo de custódia remunerada; (ii) a despeito da ciência, pela corretora, do cargo ocupado por Rafael Lucchesi na Diretoria da DASA; e (iii) contrariando manifestação expressa do Acusado de que sua posição em DASA3 não deveria ser disponibilizada para empréstimo.

53. As justificativas apresentadas pelo Acusado não descaracterizaram a irregularidade.

54. Em primeiro lugar, verifico que o Acusado aderiu, de forma consciente e voluntária, ao termo de custódia remunerada, firmado em 20/04/2023, com a corretora XP<sup>38</sup>, por meio do qual (i) conferiu poderes para a corretora intermediar operações de aluguel em seu nome; e (ii) disponibilizou todas as posições por ele detidas para aluguel, incluindo as ações DASA3<sup>39</sup>. Nesse sentido, o “Termo de Contratação à Custódia Remunerada”<sup>40</sup> (“Termo de Custódia Remunerada”) prevê expressamente que:

<sup>38</sup> Doc. 2033596, p. 19.

<sup>39</sup> A área técnica constatou que Rafael Lucchesi “atuou como doador de outras ações em empréstimo nos meses de abril e maio de 2023, o que corrobora a hipótese de que todas suas posições estariam, por contrato com a Corretora, ‘disponíveis’ para aluguel (...).” (Doc. 1950147, p. 3).

<sup>40</sup> Doc. 2201951.





## 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](http://www.cvm.gov.br)

57. Concordo com a defesa que tais mensagens demonstram a vontade do Acusado em não alugar as ações de emissão da Companhia em 10/03/2024<sup>43</sup>. Observo, entretanto, que tais mensagens são anteriores à celebração do Termo de Custódia Remunerada, realizada em 20/04/2023. Por meio da celebração do referido termo, que prevê manifestação expressa em sentido contrário àquela anteriormente proferida, o Acusado substitui e revoga a declaração de vontade anterior, autorizando expressamente a disponibilização de todas as suas posições detidas para realização de operações de aluguel.

58. Nesse sentido, ciente de que investidores podem estar limitados a negociar determinados ativos, inclusive por restrições regulatórias, o Termo de Custódia Remunerada permite que eles indiquem eventuais ativos cuja negociação esteja restrita ou impossibilitada. Nesse sentido, destaca-se:

2.2. O CLIENTE, ao aderir à Custódia Remunerada, tem ciência de que é de sua responsabilidade comunicar à XP Investimentos caso possua em custódia algum Ativo com o qual esteja impossibilitado ou restrito de realizar operações de empréstimo.

59. Todavia, no presente caso, nenhuma exceção foi feita pelo Acusado.

60. Mesmo que se reconheça que a ausência de nova ressalva por parte de Rafael Lucchesi em relação às suas ações DASA3 possa não ter sido dolosa e intencional, mas fruto de conduta culposa decorrente de descuido e negligência, isso certamente não exclui a sua responsabilidade de comunicar a corretora acerca das restrições a que esteja sujeito para empréstimo das ações DASA3 nos Períodos Vedados. Veja-se que é plausível supor que o desinteresse manifestado anteriormente por Rafael Lucchesi era algo pontual e temporário, da mesma forma que é coerente, sob a ótica do direito civil, entender que a manifestação de vontade posterior, que se oponha à declaração anterior, tem o condão de revogá-la.

61. O fato de o Termo de Custódia Remunerada conferir à corretora poderes para intermediar o aluguel dos ativos, independentemente de prévia notificação ao cliente, como, aliás, é usual em instrumentos dessa natureza, não afeta a discricionariedade que Rafael Lucchesi tinha sobre (i) o momento da contratação do produto, ocorrido durante o Período

---

<sup>43</sup> Observe-se que, pelo contexto monossilábico de uma conversa breve no Whatsapp, não se pode depreender dali se a mensagem “*vou deixar como está*” é uma determinação permanente de que ele nunca realizaria operações de empréstimo com estas ações DASA3 ou se estaríamos diante de um comando episódico e referente àquela janela temporal.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Vedado da Oferta, ou seu cancelamento<sup>44</sup>; ou (ii) os ativos que poderiam ser objeto da operação, sendo-lhe possível excluir as ações DASA3 do escopo e/ou limitar que as mesmas não fossem objeto de operações durante os períodos vedados<sup>45</sup>.

62. Note-se, inclusive, que o próprio Acusado admitiu em sua defesa que as operações de empréstimo com as ações DASA3 “*não seguiram o seu curso normal até os respectivos encerramentos, já que o Defendente interveio junto à Corretora, solicitando o seu cancelamento antecipado, tão logo tomou conhecimento*”<sup>46</sup>, a revelar que mantinha ingerência sobre as operações.

63. Por fim, observo que a referência trazida pela defesa aos processos administrativos sancionadores CVM n<sup>os</sup> 04/2004 e 02/2010<sup>47</sup> tampouco é apta a embasar seus argumentos.

64. Os referidos precedentes tratavam do ilícito de *insider trading*, cuja configuração pressupõe a presença do elemento subjetivo, do dolo, enquanto este processo refere-se à negociação de ações em períodos vedados, que, como visto, é infração de mera conduta, objetiva e autônoma, dissociada do ilícito de *insider trading*.

65. A propósito, também por esse motivo, é igualmente improcedente o argumento do Acusado quanto à insignificância do volume de operações realizadas e dos respectivos ganhos com a sua realização.

66. Desse modo, entendo que os elementos de autoria e materialidade foram demonstrados, restando configurada infração ao art. 54 da RCVM n<sup>o</sup> 160/2022 e ao art. 14 da RCVM n<sup>o</sup> 44/2021 pelas operações de empréstimo nos Períodos Vedados, razão pela qual voto pela condenação do Acusado.

---

<sup>44</sup> Nesse sentido, veja: “9. Prazo de Vigência: A adesão ao produto vigorará por prazo indeterminado. Caso o CLIENTE opte pela rescisão do contrato, deverá contatar seu operador ou cancelar o produto através do site [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br), na página de Custódia Remunerada. O cancelamento ocorrerá no prazo de 4 (quatro) dias úteis a partir da solicitação.”. Doc. 2201951 .

<sup>45</sup> Em especial os períodos vedados que estão certos e determinados no calendário em decorrência da divulgação de informações periódicas.

<sup>46</sup> Doc. 2033596, p. 19.

<sup>47</sup> O Acusado menciona os seguintes julgados: (i) PAS CVM n<sup>o</sup> 04/2004, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 28/06/2006; e (ii) votos, no âmbito do PAS CVM n<sup>o</sup> 02/2010, j. em 09/07/2013, do Dir. Rel. Roberto Tadeu e da Dir. Luciana Dias.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

67. Em resumo, concluo que Rafael Lucchesi é responsável pelas operações de empréstimo aqui questionadas, devendo ser punido pela infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022 e ao art. 14 da RCVM nº 44/2021.

68. Por sua vez, concluo pela absolvição do Acusado da acusação de infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022 pela realização da subscrição de ações da Companhia no contexto da oferta pública.

69. Passando à dosimetria da pena, considero: (i) os precedentes do Colegiado desta CVM<sup>48</sup>; (ii) a ausência de obtenção, pelo Acusado, de vantagem econômica substancial; e, em especial, (iii) a boa-fé do Acusado, os seus bons antecedentes, a autodenúncia com a confissão das irregularidades, o desfazimento da operação em custo espaço de tempo e a prestação de informações relativas à sua materialidade (fatores previstos, originalmente, como circunstâncias atenuantes da pena-base, no art. 66, I, II e IV, da RCVM 45<sup>49</sup>, respectivamente).

70. Assim, com base nos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, voto, com fundamento no art. 11, I, da Lei nº 6.385/1976<sup>50</sup>, entendo aplicável **advertência** para Rafael Lucchesi, pelas infrações ao disposto no art. 54 da RCVM nº 160/2022 e no art. 14 da RCVM nº 44/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

**João Pedro Nascimento**

Presidente Relator

<sup>48</sup> Considero os seguintes julgados: (i) PAS CVM nº 13/2006, Dir. Rel. Eliseu Martins, j. em 15/10/2009; (ii) PAS CVM nº RJ2009/2172, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 18/05/2010; (iii) PAS CVM nº RJ2010/14407, Dir. Rel. Alexandro Lopes, j. em 13/12/2011; (iv) PAS CVM nº RJ2014/01020, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 13/09/2017.

<sup>49</sup> Art. 66. São circunstâncias atenuantes: I – a confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade; II – os bons antecedentes do infrator; [...] IV – a boa-fé dos acusados.

<sup>50</sup> Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I – advertência.