

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº  
RJ2011/8224

Acusado: Wilson Roberto de Aro

Ementa: Não divulgação de fato relevante. Multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1) Aplicar ao acusado, **Wilson Roberto de Aro, a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00**, pela não divulgação de fato relevante, em infração ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Presente a advogada Bianca Craveiro, representante do acusado.

Presente a Procuradora-federal Adriana Cristina Dullius, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Otavio Yazbek, Relator, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 03 dezembro de 2013.

Otavio Yazbek  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2011/8224

**Recorrente:** Wilson Roberto de Aro

**Assunto:** Responsabilidade de diretor de relações com investidores por não divulgação de fato relevante.

**Relator:** Diretor Otavio Yazbek

## RELATÓRIO

### **I. OBJETO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de Wilson Roberto de Aro ("Acusado"), na qualidade de diretor de relações com investidores do Banco Panamericano S.A. ("Panamericano" ou "Companhia"), com a finalidade de apurar sua responsabilidade pelo descumprimento do art. 157, § 4º, da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976<sup>[1]</sup> c/c o art. 3º, *caput*<sup>[2]</sup>, e com o parágrafo único do art. 6º<sup>[3]</sup> da Instrução CVM n.º 358, de 3.1.2002.

### **II. FATOS**

2. Às 20h29 de 24.11.2009, o periódico Brasil Econômico noticiou que a Caixa Econômica Federal ("Caixa") já teria selado "a aquisição de uma participação de 49,99% do capital votante e 50% do capital social" do Panamericano (fls. 74-75). Horas mais tarde, às 23h57, o portal de notícias Globo noticiou que a Caixa "esta[va] negociando a aquisição de uma participação no Banco Panamericano" e que "a operação [deveria ser] feita nos moldes da aquisição, pelo Banco do Brasil (BB), no fim do ano passado, de 49% do banco Votorantim" (fl. 76).

3. No dia seguinte, em 25.11.2009, a versão impressa do jornal Valor Econômico noticiou o impacto sofrido pelas ações do Panamericano em razão de rumores acima descritos (fl. 3). Ainda nessa matéria,

afirmou-se que “os destaques ficaram por conta do Panamericano (PN, sem voto), que abriu em alta de 8,55%, para depois recuar e fechar com a valorização de 2,11%, e do Sofisa (PN), que fechou com alta de 10,31%, perto da máxima” e que a administração do Panamericano, quando procurada pela reportagem, negou a existência de qualquer negociação com a Caixa.

4. A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) enviou, então, ofício ao Acusado solicitando tanto esclarecimentos sobre a veracidade da notícia veiculada pelo jornal Valor Econômico, como sua manifestação acerca de eventual negociação em curso, ou de intenção, por parte da administração do Panamericano, em realizar tal negócio (fl. 4)[4].

5. A versão impressa de 26.11.2009 do jornal Valor Econômico publicou nova reportagem, agora com uma série de detalhes sobre a aquisição, pela Caixa, de participação no capital social do Panamericano. Dentre esses detalhes, pode-se mencionar o número de ações que seriam adquiridas, a estimativa do preço que seria pago (“em torno de R\$ 750 milhões”) e as alterações que, em função da operação, implementar-se-iam na governança da Companhia[5] (fls. 7-10 e 77).

6. Ainda nesse mesmo dia, e “para afastar boatos e rumores no mercado”, o Panamericano divulgou, antes da abertura do pregão (às 10h54), fato relevante confirmando que (i) seu acionista controlador estaria em negociações com a Caixa; (ii) a operação envolveria a “aquisição (...) de participação acionária de aproximadamente 49% (...) do capital votante e 20% (...) do capital não votante”; e que (iii) até aquele momento, não havia “qualquer documento assinado entre as partes, uma vez que as condições negociais, em especial o preço, não [havia sido] definidas” (fl. 13).

7. Imediatamente após a divulgação desse fato relevante (às 11h05), a Companhia protocolou, no sistema IPE, resposta ao ofício enviado pela SEP, oferecendo os seguintes esclarecimentos adicionais (fls. 14-15):

- i) o Panamericano tem por política não se manifestar sobre as matérias veiculadas na mídia em geral;
- ii) a Companhia recebeu a confirmação de que seu acionista controlador tem mantido tratativas com a Caixa, nos termos informados por meio de fato relevante; e
- iii) as negociações com a Caixa vinham sendo mantidas em sigilo por decisão do acionista controlador, que entendia estar amparado pelo art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002[6].

8. Em 1º.12.2009, o Panamericano divulgou novo fato relevante, desta vez noticiando a assinatura do contrato de compra e venda de ações entre seu acionista controlador e uma subsidiária da Caixa. A transação anunciada teve essencialmente as mesmas características que haviam sido divulgadas em 26.11.2009 pelo jornal Valor Econômico, ressaltando que o preço total foi de R\$ 739.272.055,73 (fls. 42-43).

### **III. APURAÇÃO E ACUSAÇÃO**

9. Conforme o Relatório de Análise GMA-1 N.º 04/2011 (fls. 21-41), apurou-se que as tratativas envolvendo o controlador da Companhia e os representantes da Caixa iniciaram-se, de forma incipiente, em maio de 2009 e avançaram à troca de minutas de documentos em setembro desse mesmo ano, sendo que o Acusado figurava entre as pessoas que participaram das reuniões correspondentes[7].

10. Em 12.5.2011, a SEP elaborou o MEMO/SEP/GEA-1/N.º 68/2011 (fls. 44-47), por meio do qual ponderou que o Acusado não tomou qualquer iniciativa para restaurar a transparência necessária ao adequado funcionamento do mercado de capitais, mesmo diante da crescente valorização das ações de emissão do Panamericano e da publicação de matéria no Jornal Valor Econômico em 25.11.2009, que indicava que as informações a respeito da operação haviam escapado ao controle da administração da Companhia.

11. Em 25.5.2011, para atender ao disposto no art. 11 da Deliberação CVM n.º 538, de 5.3.2008[8], a SEP solicitou ao Acusado que se manifestasse acerca das irregularidades objeto deste processo, especialmente no que diz respeito ao momento em que tomou conhecimento da existência das negociações e aos motivos que o levaram a não divulgar fato relevante antes de ser questionado pela CVM (fls. 49-50).

12. Em resposta ao ofício da SEP, o Acusado apresentou os seguintes esclarecimentos (fls. 85-87):

- i) o acionista controlador do Panamericano confirmou a existência das negociações com a Caixa apenas após a veiculação da matéria do jornal Valor Econômico;
- ii) segundo informações do acionista controlador, as tratativas foram mantidas em sigilo, pois o resultado das negociações ainda era incerto e, naquele momento, não havia nenhum documento assinado com efeitos vinculantes; e
- iii) diante da publicação, em 25.11.2009, da matéria do jornal Valor Econômico e da existência de boatos e rumores no mercado, a Companhia decidiu publicar fato relevante de

26.11.2009.

13. Em 15.7.2011, a SEP ofereceu termo de acusação (fls. 88-108), subsidiando seu entendimento com os seguintes argumentos:

i) é contraditória a alegação do Acusado de que o controlador do Panamericano só lhe confirmou a existência do fato relevante após a matéria do jornal Valor Econômico, visto que o próprio Acusado admitiu ter participado pessoalmente das tratativas entre as partes desde maio de 2009;

ii) ainda que o Acusado não fizesse parte das negociações à época do fato relevante, as notícias veiculadas na mídia, sobretudo nos dias 24.11.2009 e 25.11.2009, e as oscilações atípicas das ações, ocorridas entre os dias 18.11.2009 e 25.11.2009[9], exigiam que ele diligenciasse sobre a existência de fatos relevantes;

iii) não procede a alegação do Acusado de que a aquisição de participação relevante pela Caixa ainda era incerta, já que a suposta indefinição quanto ao desfecho do evento, ainda que incerto, não afasta o dever de informar[10]; e

iv) *“a veiculação do Fato Relevante apenas em 26.11.2009, um dia após a divulgação da notícia das negociações e da oscilação expressiva (...), não se prestou a satisfazer a orientação exarada na (...) Nota Explicativa [CVM n.º 28/84]”, que fala em um “rápido esclarecimento”[11].*

14. Nesse sentido, por não ter divulgado fato relevante em 25.11.2009, mesmo após a constatação da oscilação atípica dos valores mobiliários da Companhia, e, em particular, da divulgação na mídia das notícias acima referidas, a SEP entendeu que Wilson Roberto de Aro, na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia à época dos fatos, deveria ser responsabilizado pela não divulgação de fato relevante, em descumprimento ao art. 157, § 4º, da Lei n.º 6.404/1976 c/c com o art. 3º, caput, e com o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002.

#### **IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE E INTIMAÇÃO**

15. Examinada a peça acusatória, em 25.7.2011, a Procuradoria Federal Especializada entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes do art. 6º da Deliberação CVM n.º 538/2008 (fls. 110-113), pelo que o Acusado foi intimado a apresentar sua defesa (fls. 116-117).

#### **V. DEFESA**

16. Em defesa protocolada em 19.12.2011, o Acusado aduziu os seguintes argumentos (fls. 121-125):

i) os controladores do Panamericano e o Acusado decidiram conjuntamente que a divulgação de fato relevante antes da concretização do negócio poderia inviabilizá-lo, ou, o que seria ainda pior, causar uma acentuada desvalorização na cotação das ações da Companhia;

ii) optou-se, dessa forma, por manter o negócio em sigilo, nos termos do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002, o que já teria sido feito por inúmeras outras instituições em situações similares;

iii) diante da publicação da matéria no Jornal Valor Econômico no dia 25.11.2009 e da intimação da CVM questionando a posição do Panamericano, o Acusado e os controladores da Companhia resolveram publicar fato relevante em 26.11.2009; e

iv) não é razoável o argumento da acusação de que o Acusado deveria ter publicado fato relevante imediatamente após a veiculação da reportagem do jornal Valor Econômico, pois a repercussão da matéria só pode ser avaliada no decorrer do próprio dia e o ofício da CVM foi recebido no meio da tarde do dia 25.11.2009, com um prazo de até 24 horas para que o Panamericano prestasse os esclarecimentos solicitados.

#### **VI. DISTRIBUIÇÃO**

17. O processo foi, então, distribuído ao relator em 10.1.2012 (fl. 129).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 5 de dezembro de 2013.

Otávio Yazbek  
Diretor Relator

[1] Art. 157. (...) § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos

investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

[2] Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

[3] Art. 6º (...) Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

[4] Nos autos consta a informação de que este ofício, apesar de ter sido elaborado em 25.11.2009, foi transmitido ao Acusado por fax no dia 26.11.2009, e recebido às 9h22 e às 9h24 (fls. 5-6). Por outro lado, a defesa do acusado, por outro lado, diz que "o recebimento do ofício enviado pela CVM ocorreu no meio da tarde".

[5] Segundo a notícia, "Caixa e PanAmericano assinarão um acordo de acionistas para compartilhar a gestão do banco. No conselho de administração, o mais provável é que haja equilíbrio entre o número de representantes indicados por cada lado. Haverá também conselheiros independentes".

[6] Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

[7] Esta última informação consta do documento que o Acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores do Panamericano, encaminhou à CVM (fls. 52-54).

[8] Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

[9] A acusação destacou (fls. 101-103) que entre os dias 18 e 25 de novembro de 2009 as ações preferenciais de emissão da Companhia valorizaram-se 15,58% em cotação, contra 1,21% do Ibovespa, no mesmo período. Além disso, a acusação indicou, com base em dois gráficos, que (i) "nos dois meses anteriores a novembro (quando foi anunciada a Operação), era grande a correlação entre os retornos de mercado das ações preferenciais [do Panamericano] e o [Ibovespa]. Em novembro, iniciou-se um processo de descolamento entre as performances, com pico em 25.11.2009, véspera da divulgação da Operação"; e que (ii) "podem-se identificar padrões atípicos de volume negociado em torno do Fato Relevante de 26.11.2009, principalmente nos dias 23.11.2009 a 25.11.2009".

[10] Para embasar essa posição, a acusação remeteu à doutrina de Luiz Antonio de Sampaio CAMPOS (In.: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. I, p. 1.191).

[11] O trecho da Nota Explicativa CVM n.º 28/84 que foi citado pela acusação é o seguinte: " quando houver boatos ou rumores no mercado que estejam afetando a negociação dos valores mobiliários da companhia, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento".

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM n.º RJ2011/8224

**Recorrente:** Wilson Roberto de Aro

**Assunto:** Responsabilidade de diretor de relações com investidores por não divulgação de fato relevante.

**Relator:** Relator Otavio Yazbek

### VOTO

1. Como relatado, o presente caso está relacionado com a aplicação das regras relativas à publicação de fato relevante, mais especificamente àquela prevista no parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002.

2. Nesse sentido, trata-se de caso similar a outros já apreciados pelo Colegiado, como por exemplo, o PAS CVM n.º RJ 2008/5752 (julgado em 27.1.2009), em que se decidiu que o fato relevante mantido em sigilo no interesse da companhia "deve ser divulgado caso a informação escape ao controle da companhia ou caso ocorra oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários" (os destaques são meus).

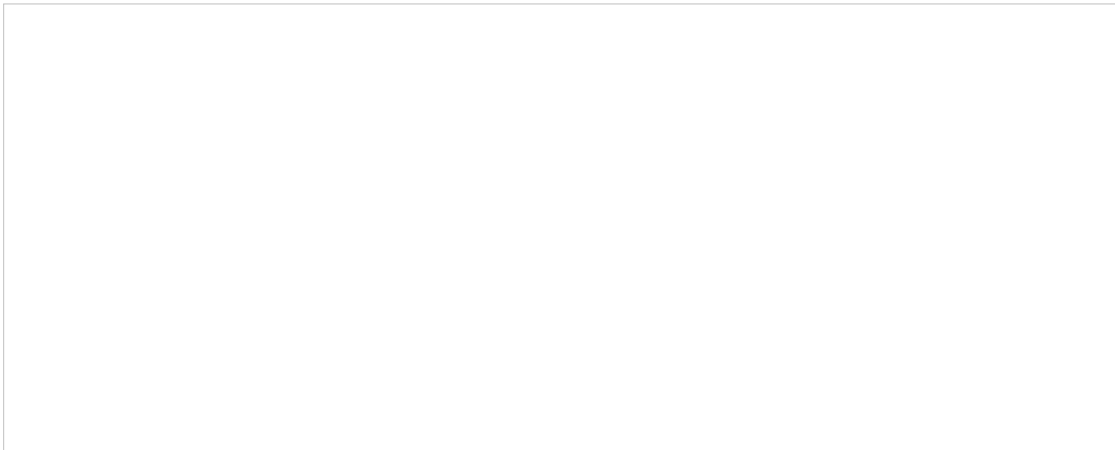
3. No presente caso, porém, sequer se discute sobre a alternatividade dessas duas hipóteses, já que, a meu ver, ambas se verificaram: tanto se constatou que a informação escapou ao controle, como também se verificou a ocorrência de oscilação atípica na cotação das ações de emissão do Panamericano.

4. Especificamente sobre a constatação de que a informação escapou ao controle, destaco a divulgação, de duas notícias na noite de 24.11.2009 e de uma terceira na manhã do dia 25.11.2009. A primeira, veiculada pelo periódico Brasil Econômico, dizia que "[a] compra do banco Panamericano pela CaixaPar, subsidiária da Caixa Econômica Federal (CEF), já está selada" (fls. 74-75), ao passo que a segunda, veiculada pelo portal de notícias Globo, afirmava que a Caixa "esta[va] negociando a aquisição de uma participação no Banco Panamericano" (fl. 76). Para completar, na edição impressa do jornal Valor Econômico de 25.11.2009, noticiou-se a existência de uma negociação que envolveria ações de emissão do Panamericano (fl. 3)[1].

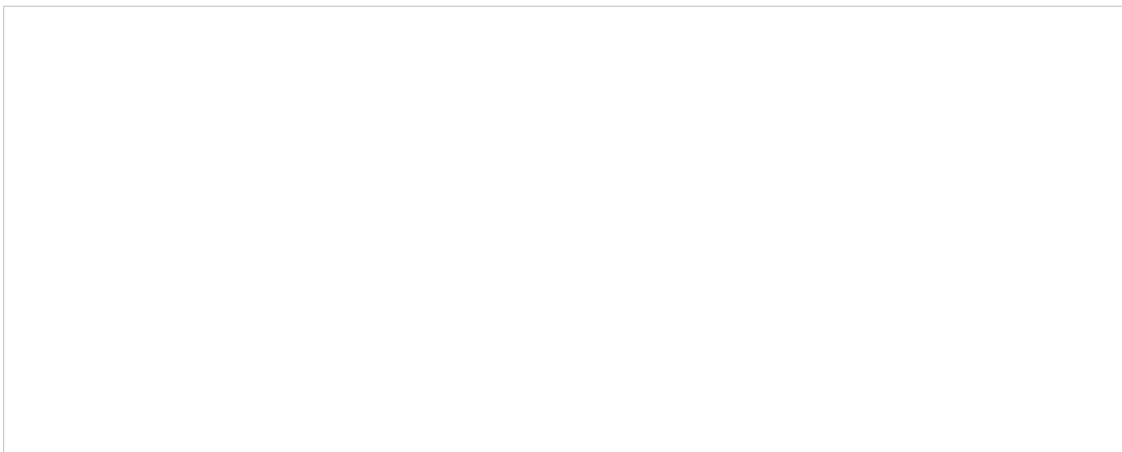
5. Além disso, como se viu no relatório que acompanha este voto, parece-me inegável que as ações preferenciais do Panamericano sofreram uma oscilação atípica – como relatado, afora a variação em volume verificada, também se constatou que as ações do Panamericano, que guardavam certa correlação com o Ibovespa, descolaram-se sensivelmente deste índice já desde o início de novembro, com pico em 25.11.2009.

6. E, aqui, destaco que a data em que se verificou o pico é menos importante do que a constatação de que, já desde o início de novembro, havia uma oscilação atípica no que se refere às ações de emissão do Panamericano.

7. Para facilitar, reproduzo, abaixo, os dois gráficos a que fiz referência no relatório:



Fonte: *Economática*.



Fonte: *Economática*.

8. Nesse cenário, parece-me indubitável que o Acusado, ao conhecer o fato relevante e não divulgá-lo quando da verificação de qualquer dos gatilhos constantes do parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002, descumpriu com o seu dever de divulgar fato relevante ao mercado.

9. Antes de concluir, porém, gostaria de fazer quatro observações, ainda que a última tenha um caráter mais teórico.

10. A primeira delas é a de que, a meu ver, a responsabilidade do Acusado subsistiria mesmo se desconsiderássemos as notícias de 24.11.2009 e nos restringíssemos à notícia divulgada em 25.11.2009 na edição impressa do jornal Valor Econômico.

11. E digo isso porque, na linha do que estabelece o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002, um fato relevante só pode ser mantido em sigilo se isso representar um legítimo interesse da companhia, devendo, contudo, e em qualquer caso, ser divulgado quando se constatar que a informação escapou ao controle e/ou que houve uma oscilação atípica.

12. Ou seja: ainda que se entenda que a não divulgação das negociações com a Caixa representava um legítimo interesse do Panamericano - e é bem possível que houvesse esse legítimo interesse -, tão logo se constatou que a informação escapou ao controle e/ou que houve uma oscilação atípica, o Acusado deveria publicar um fato relevante para, com isso, restabelecer a uniformidade de acesso à informação entre os investidores.

13. No presente caso, com a divulgação da notícia na edição impressa de um jornal, parece-me que o diretor de relações com investidores deveria, *antes mesmo da abertura do pregão*, divulgar aquele fato relevante de que tinha conhecimento e que estava mantendo sigilo.

14. Assim é que como o Acusado só fez publicar o fato relevante no dia seguinte (*i.e.*, em 26.11.2009), mesmo que desconsiderássemos as notícias de 24.11.2009, acredito que ele deveria ser condenado.

15. Aqui, aliás, é onde entra a segunda observação que gostaria de fazer. Não é porque a CVM, ao verificar a divulgação da notícia de 25.11.2009, notificou o Acusado para que ele prestasse algumas informações em 24 horas, que a obrigação, constante do parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002, foi postergada.



16. O prazo que se inseriu nesse ofício está vinculado, exclusivamente, à aplicação da multa cominatória. E, em linha com o que dispõe o art. 9º, II, da Lei n.º 6.385, de 7.12.1976[2], esta multa não se confunde com qualquer das penalidades que a CVM pode, nos termos do art. 11 desta mesma lei[3], aplicar aos infratores da lei acionária e das regras emitidas pela autarquia.
17. Novamente, havendo vazamento da informação e/ou oscilação atípica, o art. 157, § 4º, da Lei n.º 6.404/1976 c/c com o art. 3º, *caput*, e com o parágrafo único do 6º da Instrução CVM n.º 358/2002 determinam que o fato relevante seja imediatamente divulgado. Contudo, e como visto, o Acusado só procedeu dessa maneira no dia seguinte à veiculação da notícia na edição impressa do jornal Valor Econômico.
18. Além disso, é importante lembrar que – e aqui já passo para a terceira observação que gostaria de fazer – nos casos em que há a veiculação de notícias sobre fatos relevantes até então mantidos em sigilo, a divulgação do diretor de relações com investidores precisa procurar afastar todo o possível desequilíbrio que se instaurou com a divulgação da notícia, devendo, portanto, abordar todos os elementos que foram veiculados na imprensa.
19. Nesse caso, se o Acusado se restringisse a afirmar que o controlador estava em negociação com a Caixa não me parece que isso seria suficiente para afastar o desequilíbrio instaurado, pois, como relatado, as notícias deram uma série de informações sobre as características da operação que estava sendo negociada pela Caixa.
20. Reconheço, neste ponto, que o Acusado foi além de simplesmente afirmar que havia negociações em curso – no fato relevante que fez publicar em 26.11.2009, confirmou praticamente todas as informações que haviam sido veiculadas e afastou a informação sobre o valor (dizendo que ainda estava sob negociação).
21. O problema é que, como relatado, a notícia veiculada no jornal Valor Econômico em 26.11.2009 (fls. 7-10 e 77) também abordou as alterações que, em função da operação, implementar-se-iam na governança do Panamericano, e o fato relevante publicado em 26.11.2009 nada disse a esse respeito.
22. Ao lado dessas três observações, mais diretamente relacionadas ao caso, existe ainda outra questão – subjacente aqui como também, para usar um exemplo recente, no PAS CVM n.º RJ 2012/3168 – que, a meu ver, merece atenção e maiores debates no futuro. Essa questão diz respeito à aparente contraposição existente entre a racionalidade de operações como a que se encontra sob análise, muitas vezes relacionadas à resolução de problemas de instituições financeiras em situação delicada (e nas quais, conseqüentemente, a posterior frustração daquilo que se divulgou pode gerar graves efeitos) e a racionalidade da regulamentação de mercado de capitais, que privilegia a ampla prestação de informações aos agentes.
23. O art. 6º da Instrução CVM n.º 358/2002 reconhece a possibilidade de hipóteses em que se justifique a manutenção do sigilo, remetendo, em tais casos, à proteção de “*interesse legítimo da companhia*”, mas não outorga a esse sigilo uma proteção absoluta – perdendo-se o controle sobre a informação ou ocorrendo oscilações atípicas, impõe-se a comunicação ao mercado, na forma do parágrafo único do mesmo dispositivo.
24. Não ignoro, porém, que esse reconhecimento talvez seja pouco em casos nos quais há interesses outros – talvez do próprio regulador bancário – em se manter o sigilo. Acredito que, não raro, a racionalidade da regulação bancária e a racionalidade da regulação de mercado de capitais podem entrar em conflito, demandando medidas contraditórias dos administradores e controladores de instituições financeiras.
25. Creio, porém, que essa é uma questão que requer debates aprofundados no futuro e que o mero reconhecimento, hoje, daquela possibilidade de um interesse maior não é hábil para afastar, de plano, a incidência do regime informacional vigente. É lógico que, por vezes, a situação pode se apresentar de maneira tão evidente que caberá mesmo falar em um verdadeiro excludente de ilicitude da conduta, hipótese que suscito apenas em tese. Mas, a rigor, a preocupação com a estabilidade do mercado não pode se tornar, de uma preocupação plenamente legítima, em um excludente geral e abstrato de qualquer transparência em operações que envolvam instituições financeiras – e é esse o risco que decorre da inexistência de uma forma mais institucionalizada para se lidar com o tema.
26. Em outras palavras, talvez se imponha a criação de um regime que, expressamente, lide com essa tão complexa realidade e no qual se delineie, com um mínimo de concreção, a forma de tutelar os distintos, legítimos e, eventualmente, contrapostos interesses. Isso vem, aliás, em consonância com as tendências que estão se consolidando desde a crise financeira de 2008 em matéria de regulação de mercado financeiro e de capitais – ante as inevitáveis sobreposições entre as atividades exercidas por distintos reguladores, impõe-se a construção de mecanismos que permitam a harmonização de procedimentos.
27. No presente caso, porém, reitero que tais preocupações não produzem efeito. Afinal, como

destaquei, a regulação vigente é clara ao exigir uma conduta distinta daquela adotada pelo Acusado, não havendo, também, que se falar em inexigibilidade de conduta diversa. E, ademais, nem mesmo a defesa suscitou, direta ou indiretamente, tal ponto.

28. Daí porque meu voto é para que se aplique a Wilson Roberto de Aro pena de multa no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) pelo descumprimento do art. 157, § 4º, da Lei n.º 6.404/1976, c/c com o art. 3º, *caput*, e com o parágrafo único do art. 6º, ambos da Instrução CVM n.º 358/2002.

29. Na dosimetria desta pena, considere os seguintes elementos:

- i) a inexistência de antecedentes do acusado;
- ii) a liquidez das ações do Panamericano[4]; e
- iii) a aplicação, ao caso, do instituto do arrependimento posterior[5], ainda que relativizada pela própria natureza da infração ora sob análise e pela falha descrita no parágrafo 21 deste voto.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 5 de dezembro de 2013.

Otavio Yazbek  
Diretor Relator

[1] Como relatado, há uma quarta notícia, veiculada na versão impressa do jornal Valor Econômico de 26.11.2009. Contudo, como o Acusado fez publicar um fato relevante antes da abertura do mercado no dia 26.11.2009, não me parece que esta quarta notícia deva ser considerada como indício de que a informação teria escapado ao controle. Afinal, o fato relevante publicado na manhã de 26.11.2009 poderia, em tese, ser uma resposta a esta notícia.

[2] Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...)

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11;

[3] Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior. VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição de determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

[4] Entre os meses de novembro e dezembro de 2009, foram realizados com as ações de emissão do Panamericano um pouco menos de 700 negócios por dia, com um volume diário médio ligeiramente inferior a R\$ 7 milhões.

[5] O arrependimento posterior está previsto no § 9º do art. 11 da Lei n.º 6.385/76 e, tal como venho afirmando em outros casos, deve servir como atenuante da pena na linha do que dispõe o art. 16 do Código Penal. No caso, porém, como mencionei no parágrafo 21 deste voto, o fato relevante publicado em 26.11.2009 não foi suficiente para, mesmo com atraso, afastar todo o possível desequilíbrio que se instaurou com a divulgação das notícias. Afinal, quem teve acesso à notícia veiculada em 26.11.2009 também teve conhecimento de que haveria alterações na governança do Panamericano.

### **Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/8224 realizada no dia 03 de dezembro de 2013.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
DIRETOR

### **Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/8224 realizada no dia 03 de dezembro de 2013.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
DIRETORA

### **Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/8224 realizada no dia 03 de dezembro de 2013.**

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela aplicação de penalidade de multa pecuniária ao acusado, nos termos do voto do Relator.

Encerro a Sessão, informando que o acusado punido poderá interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE