

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº RJ2013/11654

- Acusado: Banco BTG Pactual S.A.
- Ementa: Uso indevido de informação privilegiada em negociações realizadas em Bolsas de Valores. Absolvição.
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu **absolver o Banco BTG Pactual S.A.** da imputação de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsas de Valores envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A.

A CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Proferiu defesa oral o advogado Luiz Antonio de Sampaio Campos, representante do Banco BTG Pactual S.A.

Presente o Procurador-federal Raul José Linhares Souto, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Rio de Janeiro, 23 de setembro de 2014.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
*Diretora-Relatora*

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N.º RJ2013/11654**

Acusados: Banco BTG Pactual S.A

Assunto: Uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

Relatora: Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

**RELATÓRIO**

**I. DOS FATOS**

1. No dia 21.01.2013, a Companhia CCX Carvão Colômbia S.A. ("CCX" ou "Companhia") divulgou Fato Relevante declarando ter sido informada da proposta do controlador da Companhia, Eike Fuhrken Batista ("Eike Batista") de aquisição de 100% das ações em circulação da CCX, para fins de fechamento do capital. O preço máximo por ação na OPA seria de R\$4,30, a ser pago em ações de outras companhias do Grupo EBX, do qual a CCX faz parte. Contudo, no dia 19.06.2013, a Companhia divulgou novo Fato Relevante informando sobre a desistência do controlador em realizar a referida OPA.
2. Nesse contexto, a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 ("GMA-1") detectou oscilações atípicas em trajetória de queda na cotação dos títulos CCXC3, bem como no volume financeiro transacionado entre 11 e 19.06.2013.
3. Em 24.06.2013, a GMA-1 encaminhou ofício<sup>1</sup> à CCX solicitando:
  - a) "Cronologia detalhada dos eventos relacionados ao fato relevante datado de 19/06/2013"; e
  - b) "Lista de empresas e pessoas ligadas à CCX que participaram das reuniões ou que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações relacionadas com o assunto antes de sua divulgação pública".

4. Em 01.07.2013, a Companhia protocolou resposta ao referido ofício, informando basicamente que:
- “Conforme informações prestadas pelo acionista controlador da Companhia, Sr. Eike Fuhrken Batista (“Acionista Controlador”), a sua decisão de desistir da oferta pública de aquisição das ações da Companhia para cancelamento de seu registro da companhia aberta junto a esta D. Comissão (“OPA”), então em processo de registro perante esta CVM, foi tomada em reunião mantida no dia 18 de junho de 2013 à noite, da qual participaram profissionais ligados a ele”;
  - “Na manhã do dia 19 de junho, representantes do Acionista Controlador contataram o Diretor de Relações com Investidores da Companhia para transmitir a decisão formal do Acionista Controlador bem como contataram seus assessores jurídicos, do Lefosse Advogados, para tratar dos trâmites legais pertinentes a tal decisão, inclusive a coordenação do pedido formal de desistência da OPA com os assessores financeiros do Acionista Controlador, XP Investimentos”;
  - “No próprio dia 19 de junho, a Companhia fez divulgar o Fato Relevante dando conta da comunicação recebida do Acionista Controlador sobre sua decisão de desistência da OPA”;
  - “Nos Anexos I, II e III [fls.27/30] encontram-se indicadas as informações solicitadas no Ofício sobre as pessoas ligadas ao Acionista Controlador, representantes da XP Investimentos e assessores jurídicos do Lafosse Advogados, que tiveram acesso a informações relacionadas à decisão do Acionista Controlador de desistir de realizar a OPA”.
5. Devido a reportagens divulgadas pelos jornais “O Globo” e “Valor Econômico”, que informaram ter havido uma reunião, em 18.06.2013, de executivos do Banco BTG Pactual S.A (“BTG Pactual”) com administradores da CCX, a GMA-1 encaminhou novo ofício<sup>2</sup> à Companhia, indagando sobre o envolvimento do BTG Pactual nas negociações que culminaram na desistência da realização da OPA.
6. Em resposta ao ofício supracitado, a CCX alegou basicamente que:
- “Conforme informações prestadas pelo acionista controlador da Companhia, Sr. Eike Fuhrken Batista (“Acionista Controlador”), a Companhia informa que o Banco BTG Pactual S.A. (“BTG Pactual”) não figurou como assessor da Companhia ou do Acionista Controlador nesta operação específica”; e
  - “Como informado pelo Acionista Controlador, em virtude da sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA. A despeito de tal consulta, tanto o BTG Pactual quanto quaisquer de seus funcionários só tomaram conhecimento da efetiva decisão do Acionista Controlador de desistência da OPA com a publicação do Fato Relevante pertinente”.
7. A análise dos maiores comitentes por volume financeiro negociado entre os dias 11 e 19.06.2013 indicou o comitente FIM CP LS Investimento no Exterior (“FIM CP LS”) operando segundo padrões que apontam indícios de uso de informações privilegiadas.
8. Através da corretora ICAP, o referido comitente operou fortemente na ponta da venda, totalizando, entre 11 e 19.06.2013, 4.122.300 ações vendidas. Em contrapartida, foram compradas, neste mesmo período, apenas 60 mil ações. O preço unitário médio de venda foi de R\$2,64. Por ter vendido as referidas ações antes da divulgação do fato relevante de 19.06.2013, seu volume financeiro nas vendas das 4.122.300 ações foi de R\$10.879.417,00. Se essas mesmas vendas tivessem sido efetuadas pelo preço de abertura do pregão do dia 20.06.2013 (R\$0,78 após a divulgação do fato relevante), o volume obtido teria sido de R\$3.215.394,00. Assim, se for descontado o valor relativo à compra de 60 mil CCXC3 antes do Fato Relevante, verifica-se que o benefício desse comitente foi de aproximadamente R\$7.553.323,00.
9. A Acusação pontuou que o FIM CP LS tem como único cotista o BTG Pactual, que é ligado ao Grupo EBX por meio de um acordo de cooperação estratégica, firmado em março de 2013, envolvendo assessoria financeira, linhas de crédito e futuros investimentos de capital de longo prazo para projetos.
10. Além das operações no mercado à vista, foram verificadas operações pelo referido investidor no mercado de empréstimo de ações. Notou-se que no dia 18.06.2013, o FIM CP LS foi tomador de empréstimo de ações CCXC3, movimento atípico para esse investidor. Segundo a Acusação, tal ocorrência corroboraria a existência de uma estratégia de venda antes da divulgação do fato relevante potencialmente negativo para a Cia. CCX S.A.
11. Nesse contexto, a GMA-1 encaminhou ofício<sup>3</sup> ao Sr. Emmanuel Rose Hermann, Diretor Responsável do BTG Pactual (Gestor do FIM CP LS), indagando sobre as operações envolvendo ações CCXC3 antes da divulgação do fato relevante em 19.06.2013. Em resposta, foram prestadas as seguintes informações:

- a) “O responsável pelas operações supracitadas foi o Sr. Marcus André Sales Sardinha (“Responsável”);
- b) “em virtude da publicação, em 21.01.2013, pela CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A. (“CCX”), de Fato Relevante apresentando a intenção do Grupo EBX de realizar uma oferta pública de permuta de ações para fins de cancelamento do registro de companhia aberta da CCX junto a esta D. Comissão (“Fato Relevante 21/01”) (“Oferta”), o Responsável vislumbrou a possibilidade de realizar uma operação de arbitragem de risco (“risk arbitrage”) vinculada a ações CCXC3”;
- c) “o responsável procedeu com sua operação de *risk arbitrage* que consistia em comprar ações CCXC3 e posteriormente vender ações OGXP3. As compras de CCX iniciaram no dia 22/01 e as vendas – que para serem realizadas prescindiam de aluguel de ações OGXP3 – se dariam no período e seguindo os critérios de apuração dos valores que seriam utilizados para a determinação da relação de troca das ações objeto da permuta e utilizariam uma métrica que evitaria qualquer exposição direcional (situação em que se corre risco de valorização ou desvalorização do ativo em questão) a qualquer dos ativos negociados nesta operação de *risk arbitrage*. Isto porque, ao final da permuta, seriam utilizadas para fazer frente às vendas de OGXP3”;
- d) “quando do protocolo da segunda minuta do edital da Oferta, houve a alteração das datas do leilão e da liquidação da Oferta: o leilão foi alterado de 4 de junho para 25 de junho e da liquidação do dia 7 de junho para o dia 28 de junho. Houve, portanto, o descasamento da operação de *risk arbitrage* originalmente planejada com a Oferta em si”;
- e) “mesmo com mudança, tentou-se seguir com a estratégia originalmente definida de forma a não descaracterizar a operação de *risk arbitrage* uma vez que, como dito, não havia interesse em correr qualquer risco direcional. No entanto, as condições de mercado após a alteração da Oferta estavam completamente diversas daquelas quando da decisão de se realizar a operação de *risk arbitrage*: o preço do aluguel de ações OGXP3 (35%) havia aumentado significativamente e penalizava muito o carregamento da operação de *risk arbitrage*”.
- f) “por este motivo, o responsável decidiu desfazer, nas datas<sup>4</sup> citadas no Ofício, a operação de *risk arbitrage* originalmente proposta, e, para tanto, efetuou (a) as vendas das ações CCXC3, que havia adquirido para este fim e (b) as compras de OGXP3 para fazer frente às vendas, já que o Responsável não tinha interesse em correr qualquer risco direcional de CCXC3 ou OGXP3”
- g) “informamos que nem o Sr. Marcus André Sales Sardinha, acima qualificado, nem qualquer das pessoas envolvidas nas operações acima descritas, está ou esteve de posse (ou teve acesso) a qualquer informação não pública sobre a CCX”.

12. Ao analisar a Resposta fornecida pelo BTG Pactual, a Acusação entendeu que havia “pontos contraditórios, no que tange à comprovação do motivo para a realização das vendas de CCXC3 poucos pregões antes da divulgação de fato relevante pela Cia. CCX S.A”. Nesse sentido, a Acusação alegou que desde a data mencionada pelo gestor do fundo como de início de sua estratégia de *risk arbitrage* até abril de 2013, o FIM CP LS foi cedente líquido de empréstimo de ações OGXP3, e não tomador líquido. Ademais, verificou-se que o FIM CP LS já vinha tomando ações da OGX antes<sup>5</sup> do início da mencionada estratégia. A Acusação apontou, ainda, que nada obstante o FIM CP LS ter decidido se desfazer da operação de *risk arbitrage* por conta do aumento significativo do custo de empréstimo de ações OGXP3, o mesmo continuou tomando emprestadas tais ações pelo menos até o dia 05.07.2013.

13. No que diz respeito ao empréstimo de ações CCXC3, também se verificou padrão atípico na tomada de ações em empréstimo pelo FIM CP LS. Em 18.06.13, véspera da divulgação do fato relevante, o número de contratos de empréstimo de CCXC3 bateu recorde para o período. Nesta mesma data, o FIM CP LS efetuou operação como tomador em empréstimo de ações da CCX, operação esta que, ao ver da Acusação, é discrepante, considerando que durante todo o ano de 2013 o FIM CP LS foi cedente de ações CCXC3 para empréstimo.

14. Em complementação às questões suscitadas a respeito da estratégia de *risk arbitrage* do FIM CP LS, a Acusação recorda o fato de que “pessoas ligadas ao Acionista Controlador consultaram profissionais do BTG Pactual sobre eventual desistência da OPA”, o que seria mais um indício de uso de informação privilegiada. A Acusação entende que se membros do BTG Pactual foram consultados, então a “mente corporativa”<sup>6</sup> da referida instituição tinha ciência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

15. Por fim, a Acusação argui que como os investimentos foram realizados para a carteira do BTG Pactual, Instituição gestora do FIM CP LS e que teve acesso comprovado à informação privilegiada, não há necessidade de averiguar a segregação de atividades (*chinese wall*) da BTG Pactual para que se julgue o mérito da acusação.

16. Assim, o Termo de Acusação concluiu que deve ser responsabilizado, nos termos do art. 8 da

Deliberação CVM nº538/08:

**Banco BTG Pactual S/A**, Gestor do FIM CP LS Investimento no Exterior, por se utilizar indevidamente de informação não divulgada ao mercado, em negociações com ações ordinárias de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., entre 11.06.2013 e 19.06.2013, conforme descrito no presente Termo e infringindo o disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02, considerados como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, na forma do art. 1º, I, d, da Instrução CVM nº 491/11 e do art. 18 da Instrução CVM nº 358/02.

## II. DA DEFESA

17. Em 06.02.2014, o BTG Pactual apresentou Defesa tempestiva. Inicialmente, a Defesa alega, conforme já havia sido informado pela Defendente, que as operações questionadas pela acusação faziam parte de estratégia definida em janeiro de 2013, quando da publicação de Fato Relevante informando o mercado sobre a OPA. Sobre o assunto, a Defesa arguiu, em síntese, que:

- a) As ações da OGX não começaram a ser vendidas assim que a OPA foi anunciada<sup>7</sup>, pois, para que a estratégia de *risk arbitrage* não albergasse risco direcional, era necessário que as mesmas fossem vendidas no período relevante<sup>8</sup>, de forma a influenciar na definição do preço da ação OGX, que seria o utilizado no momento da permuta. Assim, as vendas apenas começaram quando se iniciou o período que seria considerado para fins de precificação das ações da OGX.
- b) O gestor decidiu se desfazer das ações CCX em 24.05.13, após sucessivos adiamentos da realização da OPA que impossibilitaram o prosseguimento da estratégia. A referida data antecede consideravelmente a época da suposta existência de informação sigilosa não divulgada ao mercado. Ademais, também se verifica que, nesta mesma data, já haviam sido interrompidas as vendas diárias de ações de emissão da OGX.
- c) A troca de mensagens, em 07.06.13, entre operador da ICAP e operador da Defendente (fl.141) corroboram a intenção do Defendente em zerar a posição em ações da CCX antes do dia 18.06.13.
- d) O FIM CP LS zerou sua posição em CCX em 13/06/13<sup>9</sup>, data na qual a Companhia confirmou ao mercado que realizaria a OPA. Assim, seria no mínimo duvidosa afirmação de que na mesma data em que a OPA foi confirmada já se pretendia cancelá-la.
- e) Precedentes de julgamentos do Colegiado da CVM reconheceram a fundamentação econômica das operações como elemento suficiente para desqualificar a acusação de *insider trading*, dentre os quais, os PAS 25/04<sup>10</sup>, 11/09<sup>11</sup> e 11/08<sup>12</sup>.

18. Sobre os supostos pontos contraditórios identificados pela Acusação, quando da análise das operações de empréstimo das ações citadas na resposta encaminhada pelo representante do investidor FIM CP LS, a Defesa informou que:

- a) O fato de o FIM CP LS ter sido cedente líquido de ações OGXP3 no período entre 22.01.2013 e abril deste mesmo ano, e ter tomado empréstimos de OGXP3 até o dia 05.06.2013, se justificam por se inserirem em estratégias de *delta hedge* e de operação de carteira índice do FIM CP LS, e não de *risk arbitrage*.
- b) O fato de, em 18.06.2013, o FIM CP LS ter sido tomador de empréstimo de ações de emissão da CCX ocorreu porque o mesmo estava em uma posição de cedente e teve que “chamar” essa posição. Houve uma pendência na entrega das ações alugadas e o fundo teve que ir ao mercado tomar empréstimo, a fim de devolver as ações vendidas.

19. A Defesa argumenta que o FIM CP LS vendeu as ações CCX que detinha anteriormente<sup>13</sup> à existência da suposta informação privilegiada. Portanto, haveria uma falha cronológica na tese da Acusação.

20. A Defesa arguiu que, conforme o art. 13<sup>14</sup> da Instrução CVM nº 358/02 e inúmeros precedentes de julgamentos do Colegiado da CVM<sup>15</sup>, é imprescindível para que reste comprovada a ocorrência de *insider trading*, que se verifique: (i) o acesso à informação privilegiada por parte de quem negociou ações; e (ii) que a atuação desse negociante no mercado tenha sido motivada por conta da ciência de tal informação. Dessa forma, a Defesa alega que o fato da Acusação considerar suficiente para configurar o ilícito que a “mente corporativa” da Defendente tenha tido acesso à informação está em completo desacordo com tais requisitos, principalmente por se tratar de “mente corporativa” formada por mais de 2.000 profissionais.

21. A Defesa assevera que o raciocínio da Acusação no sentido de que não seria preciso comprovar que quem tomou a decisão de investimento teve acesso à informação privilegiada nem tampouco analisar a *chinese wall* do Defendente implica em negar vigência às regras que autorizam a coexistência de áreas.
22. A Defesa ainda aponta que havia rumores no mercado a respeito do cancelamento da OPA da CCX. Tais rumores se refletiam, inclusive, na cotação da CCXC3, que entre as datas do anúncio da OPA e da desistência registrava quedas. A Defesa aponta que apesar de não ter sido este o motivo que levou o FIM CP LS a vender suas ações CCX, tais circunstâncias desconstroem a possibilidade da existência de uma informação privilegiada.
23. Em 09.07.2014, o BTG Pactual protocolou aditamento à Defesa (fls. 190-220). A Defesa alegou que a necessidade e admissibilidade deste Aditivo restam evidentes, uma vez que a Acusação contra o Defendente foi fundada em um precedente recente do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, que autorizaria a presunção de acesso à informação privilegiada, com base no conceito de “mente corporativa” de uma instituição financeira (julgamento do Recurso n.º 13264).
24. Em seu aditamento, o Defendente acrescentou, basicamente, o que se segue:
- a) A Acusação, ao empregar a teoria da “mente corporativa” como fundamento da peça acusatória, retira-a de contexto, dado que, nos termos da decisão do Recurso CRSFN nº 13264<sup>16</sup>, resta claro que a demonstração da existência de informação privilegiada e do acesso pelo negociante é indispensável para a verificação do ilícito. Entretanto, Tais demonstrações jamais foram feitas.
  - b) Os casos que adotaram o conceito de mente corporativa no Reino Unido se referiam a sociedades de auditoria, contabilidade e advocacia, e que se admite a política de segregação de atividades para afastar o *insider* para as instituições financeiras.
  - c) Não é possível ignorar a existência do *chinese wall* do Defendente pelo fato do caso envolver operações proprietárias. Inclusive, a própria decisão do Recurso CRSFN nº 13.264 retrata a importância de que seja avaliada a eficiência de tal mecanismo.
  - d) O Defendente adota rigorosos mecanismos de segregação de informações, que foram devidamente obedecidos quando da realização das operações questionadas no processo em questão. Nesse sentido, cabe ressaltar que:
    - i. no final de fevereiro de 2013, momento em que se iniciaram as tratativas de assessoria da área de *investment banking* do Defendente ao Grupo X, todas as companhias do Grupo X, dentre as quais a CCX, foram adicionadas à “lista cinzenta” de monitoramento do *Compliance*, o que traduz-se em uma análise mais rígida das operações envolvendo ativos das referidas companhias;
    - ii. em 07.03.2013, com a efetiva celebração do contrato de prestação de serviços, tais companhias foram incluídas na lista restrita, de forma que apenas poderia ser autorizada a realização de qualquer transação envolvendo seus ativos com a autorização prévia do *Compliance*;
    - iii. visto que, na época, o Defendente já possuía ativos do Grupo X, o *Compliance* foi devidamente consultado sobre como o Gestor do Fundo deveria proceder;
    - iv. o *Compliance* autorizou a continuidade da execução da estratégia e a realização de negociações, mesmo com a inclusão das ações na lista restrita; e
    - v. as pessoas apontadas pela CCX como as que teriam sido consultadas acerca do cancelamento da OPA pertencem à área de *investment banking*, estando sujeitas às restrições de transmissão de informações aplicáveis pelo *chinese wall*. Ademais, nenhum dos profissionais em questão foi considerado *above the wall*.
  - e) Não se pode falar em *insider* sem a prova de acesso à respectiva informação privilegiada que, cumulada com a verificação da intenção de tirar proveito da informação, caracteriza o ilícito. Em decisões passadas, a CVM já deixou isto claro.
  - f) A existência de barreiras de informação (*chinese wall*) impede a presunção de que houve *insider*.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 23 de setembro de 2014.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
Diretora-Relatora

-----  
1 Ofício/CVM/GMA-1/Nº 044/2013

2 OFÍCIO/CVM/GMA-1/Nº 054/2013

3 OFÍCIO/CVM/GMA-1/Nº047/13

4 11, 12 e 13/06/2013.

5 O FIM era tomador de ações OGX pelo menos desde 2 de janeiro de 2013.

6 A respeito de tal questão, a Acusação cita decisão proferida no âmbito do CRSFN, Recurso nº 13.264 (Processo Administrativo CVM nº RJ-2009/13459), Conselheiro Relator Marcos Davidovich.

7 Em 21/01/2013 (fl.1)

8 A Defesa informa que tal período relevante abrangeria, conforme divulgado pela CCX, o período de 35 dias úteis anteriores a 04/06/13 (data do leilão)

9 Apesar de a Acusação mencionar que o FIM teria operado fortemente, na ponta da venda, ações CCX entre os dias 11 e 19/06/2013 (fl.7), verifica-se que o FIM zerou sua posição em CCX no dia 13/06/2013 (fl.142).

10 Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 20/09/2008.

11 Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 03/04/2012.

12 Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012.

13 O FIM zerou sua posição em CCX no dia 13/06/2013 (fl.142) e a decisão de cancelar a OPA ocorreu em 18/06/2013 (fl.25).

14Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

(...)

§6º A vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral.

§7º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.

(...)

15 PAS 2010/1666, 2011/2789, 19/06, 07/07 e 22/06

16 Como visto (§14), tal precedente utilizou como base a tese da mente corporativa e foi citado na peça acusatória.

### **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N.º RJ2013/11654**

Acusados: Banco BTG Pactual S.A.

Assunto: Uso indevido de informação privilegiada em negociações, em Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão de CCX Carvão Colômbia S.A., entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, antes da divulgação de Fato Relevante por essa companhia.

Relatora: Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

### **VOTO**

1. Este Processo Sancionador trata de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A. ("CCX" ou "Companhia") entre os dias 11.06.2013 e 19.06.2013. As ações foram negociadas pelo FIM CP LS INVESTIMENTO NO EXTERIOR ("FIM CP LS" ou "FUNDO") que tem como único cotista o BANCO BTG PACTUAL ("BANCO" ou "Defendente"). Como resultado, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") responsabilizou o BANCO como gestor do FUNDO, por se utilizar indevidamente de informação não divulgada ao mercado, em negociações com ações ordinárias de emissão da CCX em

infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976<sup>1</sup>, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02<sup>2</sup>.

2. Após perceber “*oscilações atípicas*” com ações da CCX entre 11.06.2013 e 19.06.2013 (fl. 2), a SMI observou indícios de que o comitente FIM CP LS estaria operando com informação privilegiada. Entre os elementos que formaram a convicção da SMI estão:

- i. O FUNDO “operou fortemente na ponta da venda, totalizando entre 11 e 19/06 4.122.300 de ações vendidas, tendo comprado no mesmo período apenas 60 mil ações”;
- ii. O Acionista Controlador da CCX informou que em virtude de sua estreita relação comercial com o Defendente, havia consultado cinco profissionais do Defendente sobre eventual desistência da OPA;
- iii. O único cotista do FUNDO era o BANCO que havia firmado com o Grupo EBX um acordo de cooperação estratégica envolvendo assessoria financeira em março de 2013;
- iv. A análise dos negócios do FUNDO no mercado de empréstimos de ações da CCX no Banco de Títulos da CBLC (BTC) revelou dois pontos de contradição:
  - a. Não faria sentido numa operação de “*risk arbitrage*”, o FUNDO ser cedente líquido e não tomador líquido de empréstimos de ações da OGX Participações S.A. (“OGX”) até o mês de abril de 2013; e
  - b. No dia 18 de junho, o FUNDO foi tomador de empréstimos de ações da CCX no BANCO de Títulos da CBLC (BTC), o que seria um “*movimento atípico para esse investidor*” (fl. 9);
- v. Como cinco profissionais do BANCO BTG foram consultados, a Acusação entende que o BANCO detinha informações acerca do cancelamento da OPA que seria divulgado em fato relevante. Haveria “*portanto a legítima presunção de que a “mente corporativa” do BANCO BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA*” (fl. 14); e
- vi. Para a Acusação, não haveria necessidade de checar a presença da segregação de atividades (*chinese wall*) uma vez que os investimentos foram realizados por um fundo exclusivo do próprio BANCO.

3. O parágrafo 4º do art. 157 dispõe:

§4º - É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

4. Portanto, para que haja a negociação com informação relevante (*insider trading*), três elementos devem estar presentes:

- a. a utilização de informação relevante
- b. informação esta ainda não divulgada ao mercado; e
- c. com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem.

É preciso analisar se, no caso em tela, estas três condições estavam presentes.

5. Cabe destacar também que a Acusação entendeu que o fato de cinco executivos terem sido consultados pelo controlador da CCX seria presunção de que o BANCO, como instituição, teria tido acesso à informação privilegiada sob o conceito de “*mente corporativa*”.

6. Na análise deste caso, chama muita atenção o fato de o Defendente estar negociando ações da CCX, por meio de um fundo exclusivo, por ele administrado, quando o mesmo BANCO tinha um acordo de cooperação estratégica com o Grupo EBX, controlador da CCX, desde março de 2013.

7. Contudo, no meu entendimento, é necessário analisar os fatos concretos envolvendo as operações em questão, o que inclui: os dias em que as operações foram realizadas, o contexto da operação, como a decisão de compra e venda foi tomada, e por quem foi tomada. O conceito de “*mente corporativa*” – ao qual retornarei adiante – não pode ser invocado como presunção absoluta de ilícito quando os próprios reguladores de mercado de capitais, no Brasil e em outras jurisdições, admitem a existência de controles internos para assegurar a devida separação das atividades nos conglomerados financeiros. No meu entender, há de se averiguar se o chamado *chinese wall* e o uso de listas restritas foram efetivos e se a negociação ocorreu sob o conhecimento de informação relevante, aliás, um dos pré-requisitos da própria Lei para a caracterização do ilícito.

8. Inicialmente, observo que a CCX divulgou em 21.01.2013 fato relevante informando que o seu controlador faria oferta pública para aquisição (“OPA”) de 100% das ações em circulação da Companhia e que o preço máximo por ação na OPA seria de R\$4,31. Informou ainda que a aquisição seria paga com ações das demais companhias do Grupo EBX e que as relações de trocas seriam estabelecidas posteriormente.

9. Em seguida a este comunicado, as seguintes datas são importantes:
- 08.02.2013: o Banco Plural é selecionado para elaborar o laudo de avaliação;
  - 25.02.2013: o laudo indica o intervalo de preço entre R\$3,83 e R\$4,24 por ação. O preço de R\$4,31 é confirmado pelo controlador ofertante. Nesta mesma data, a primeira minuta do edital da OPA é disponibilizada. Nesta minuta, o item 2.1 dispõe que *“o acionista que aceitar a Oferta poderá optar por receber em permuta as Ações Oferecidas pelo Controlador de acordo com as relações de troca que serão definidas e divulgadas cinco dias antes do Leilão, com base no preço médio ponderado pelo volume das Ações Oferecidas pelo Controlador nos cinco dias úteis anteriores à divulgação”*. O leilão foi marcado originalmente para 03.06.2013;
  - 06.03.2013: o Grupo EBX celebra Contrato de Assessoria Estratégica com o BTG;
  - 05.04.2013: a 2ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. A nova minuta altera a média dos dias úteis anteriores para o cálculo da relação de trocas que deixa de ser os cinco dias úteis e passa a ser os 30 dias úteis antes da data do anúncio da relação de troca;
  - 07.05.2013: a 3ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. O leilão é adiado de 03.06.2013 para 25.06.2013;
  - 24.05.2013: a 4ª minuta do Edital é disponibilizada. O leilão é adiado de 25.06.2013 para 12.07.2013;
  - 13.06.2013: Companhia divulga fato relevante informando que a OPA teria continuidade;
  - 18.06.2013: a 5ª minuta do Edital é divulgada. A data do leilão é mais uma vez alterada para 31.07.2013; e
  - 20.06.2013: o cancelamento da OPA da CCX é anunciado.
10. Como ficou demonstrado nos autos, logo após o anúncio do fato relevante da OPA em 21.01.2013, o responsável pela gestão da carteira do FUNDO entendeu haver uma oportunidade de arbitragem através da compra de ações da CCX e venda de ações da OGX, objetivando capturar um prêmio entre 4% e 5%.
11. Assim, o FUNDO adquiriu entre os dias 22.01.2013 e 26.02.2013, 4.441.300 ações da CCX<sup>3</sup> (fl. 142). Observo que toda esta compra foi anterior à assinatura do Contrato de Assessoria Estratégica entre o Grupo EBX e o Defendente que ocorreu em 07.03.2013. De posse das ações compradas no mercado à vista, o FUNDO passou a ser cedente destas ações no BTC<sup>4</sup>.
12. Quanto às ações da OGX, a estratégia de arbitragem requeria que o FUNDO alugasse ações da OGX no BTC, isto é, fosse tomador líquido no BTC. A devolução das ações seria feita com o recebimento das ações no leilão previsto originalmente para 03.06.2013.
13. A 2ª minuta do Edital da OPA divulgada em 05.04.2013 dispôs que o preço médio ponderado a ser utilizado na troca das ações a serem oferecidas pelo Controlador seria o de 30 dias úteis anteriores à definição das relações de troca e não mais cinco dias, tal como anunciado anteriormente. A definição ocorreria cinco dias úteis antes do leilão, lembrando que o leilão estava inicialmente previsto para 03.06.2013.
14. O Gráfico 2 do Termo de Acusação (fl. 11) é condizente com esta estratégia. De acordo com o Gráfico, o FUNDO foi cedente líquido das ações da OGX entre janeiro e o início de abril de 2013 e tomador líquido a partir de meados de abril quando começou o período para a formação do preço médio ponderado para a permuta.
15. No meu entender, esta posição do FUNDO no BTC envolvendo ações da OGX apresentada pela própria Acusação é coerente com a estratégia de estar vendido neste papel no período, cobrindo os 30 dias úteis anteriores ao anúncio da relação de troca para o leilão. O objetivo seria obter o preço médio ponderado mais próximo possível daquele que seria oferecido pelo Controlador no leilão. Ao final da operação, ao oferecer as ações da CCX no leilão na troca por OGX, o FUNDO receberia as ações da OGX ao preço em que estava tomado no BTC, liquidando assim o seu empréstimo e capturando o prêmio inicialmente esperado.
16. Segundo a Acusação, o FUNDO vendeu 4.122.300 ações da CCX entre os dias 11 e 19.06.2013 de posse de informação privilegiada, isto é, sabendo que o Controlador iria anunciar a desistência da OPA, o que, de fato, ocorreu no dia 19.06.2013 às 18h25min, conforme divulgado no sistema IPE da CVM.
17. Inicialmente, observo que as vendas de ações da CCX pelo FUNDO em junho de 2013 começaram no dia 06.06.2013 e terminaram no dia 13.06.2013, antes, portanto, da data indicada pela Acusação, conforme mostra a Tabela 1. A Tabela também mostra o volume negociado de ações da CCX pelo mercado e os preços de fechamento e médio de cada pregão daquele mês.



18. É importante relembrar que a Companhia divulgou fato relevante no dia 24.05.2013, alterando a data do leilão de 25.06.2013 para 12.07.2013. A liquidez do papel era relativamente baixa: no mês de maio de 2013, o volume médio diário não passou de 121 mil ações, bastante reduzido em comparação com a posição detida pelo FUNDO de 4.501.300 ações.

19. A Defesa lembra que as notícias sobre as dificuldades do Grupo EBX tomavam as páginas dos jornais, fazendo com que o custo do aluguel das ações da OGX aumentasse no BTC, diminuindo a rentabilidade da operação de arbitragem do FUNDO. De fato, a taxa média para a tomada de empréstimos no BTC para a OGX passou de 2,84% a.a. em 26.02.2013, quando o Fundo montou a operação para 33% a.a. em 23.05.2012 e 24,45% em 06/06/2013 (fl. 281).

*Tabela 1: Venda de Ações da CCX pelo FUNDO - Junho 2013*

*Fonte: Economatica, exceto a coluna referente ao FUNDO cuja informação consta da fl. 142. Tabela da Gerência de Acompanhamento de Mercados (GEA-2) da SMI confirma a exatidão dos dados acima (fls.70-71)*

20. A partir deste cenário, parece-me bastante plausível que o FUNDO tenha decidido genuinamente encerrar a operação de *risk arbitrage*, sem nenhuma influência de qualquer fator externo ao cenário aqui apresentado. Observo que o desmonte efetivo da operação de arbitragem começou no dia 06.06.2013 e terminou seis dias antes do anúncio. Note-se que a liquidez do papel aumentou muito justamente no dia 13 de junho quando a CCX informou ao mercado que a OPA estava mantida. Nesta data, o preço de fechamento subiu 16,7%. O FUNDO aproveitou a liquidez para zerar a sua posição.

21. É importante lembrar que esta era uma operação de arbitragem, sem apostas direcionais na CCX ou na OGX. As operações envolvendo as ações presentes nos autos corroboram o fato (operação de *risk arbitrage*). Aliás, o fato de que esta operação era de arbitragem fica claro em trechos das trocas de mensagens entre o responsável pelas ordens do FUNDO e a corretora no dia 06.06.2013, quando o FUNDO começou a zerar a posição (fl. 75):

Responsável pelo FUNDO: Bota vendendo aí 10k de ccx3 no 3,85

Operador da Corretora: OK

Responsável pelo FUNDO: e sempre que executar ccx, compra 70% do financeiro equivalente com OGX.

(...)

tem 4mm ações de ccx pra vender!ahah

(...)

Responsável pelo FUNDO: Quanto fizemos de ccx?

Operador da Corretora: fiz 66100. Alias tenho que terminar de fazer 71100 porque fiz um pouco mais de ogx. São 5000 só de ccx

Responsável pelo FUNDO: Sem problema. Não precisa ser ciência exata nep (sic) não.

22. Nos dias seguintes, o mesmo padrão se repete:

Dia 07.06.2013:

Responsável pelo FUNDO: na ccx/ogx, pode continuar aquele esquema lá.

Operador da Corretora: blz

Responsável pelo FUNDO: na ogx/ccx, continua lá tentando fazer nesses níveis. vendendo ccx e comprando ogx (70%).

Operador da Corretora: k (sic).

Dia 11.06.2013

Responsável pelo FUNDO: na ogx/ccx, continua lá tentando fazer nesses níveis.

Operador da Corretora: vendendo ccx e comprando ogx (70%)

23. Deixo de reproduzir outros diálogos na mesma linha nos dias 12 e 13. Contudo, percebe-se no dia 12.06.2013, a clara irritação do operador do FUNDO com a queda do preço de ambas as ações - as ações da CCX abriram a R\$3,24, mas caíram a R\$2,15 para fechar a R\$2,45, enquanto as ações da OGX variaram entre R\$1,01 e R\$1,21. A operação de arbitragem se quebrava porque a OGX também caía muito. E o operador do BANCO deixa isto claro: “so hj a p\_ \_ \_ eh maior que essa boleta de ogx aí ...nem com o hedge de ogx q m\_ \_ \_ ... só dando porrada nesse eike mesmo”. Estas interações não me parecem de alguém que esteja ganhando dinheiro, pelo contrário!

24. A Acusação alega que cinco profissionais ligados ao Defendente foram consultados sobre “eventual desistência da OPA” (fl. 6). A Acusação não se preocupou em averiguar qual o cargo desses profissionais e em que área do banco estavam lotados, ou quando foram consultados pelo Controlador do Grupo EBX. A Defesa informa que todos os cinco pertenciam ao BANCO de Investimentos (*investment banking*).

25. Conforme mencionei acima, não concordo com a Acusação quando esta utiliza o conceito de “mente corporativa” para presumir que o conhecimento por cinco profissionais do BANCO – o qual detém mais de 2.000 colaboradores, dos quais 200 sócios – seja suficiente para caracterizar o conhecimento por todo o BANCO da mesma informação.

26. É preciso analisar a segregação das atividades no BANCO e os seus controles internos para averiguar como se comportaram no caso concreto.

27. Segundo a Defesa, “[t]odas as áreas que possuem conflitos de interesse entre si são física e logicamente segregadas, com rigoroso controle dos acessos a sistemas e ao espaço físico. Os profissionais do lado público (mesa proprietária, asset, entre outros) não podem acessar o espaço físico em que se encontram os profissionais do lado privado (que, por suas funções, normalmente podem ter acesso a informações sigilosas e confidenciais de companhias)” (fl. 213).

28. Inicialmente, observo que no final de fevereiro de 2013, quando, segundo a Defesa, o Defendente iniciava as tratativas de assessoria da área de *investment banking* com o Grupo X (ainda não públicas, naquele momento), o Defendente colocou todas as empresas do grupo, incluindo a CCX na lista de monitoramento cinza (*grey list*) do Compliance do BANCO (fls. 252-253)<sup>5</sup>. No dia 7 de março, com a celebração do Contrato de Assessoria entre o Defendente e o Grupo EBX, as ações deste Grupo foram colocadas na lista restrita e não mais poderiam ser negociadas sem a autorização do Compliance (fls. 254-258).

29. Observo que, de fato, há uma troca de e-mails entre o responsável pelas operações do fundo e o Compliance sobre a operação de *risk arbitrage*. Nesta troca de e-mails, o Compliance dá o seu “de acordo” para a desmontagem da operação, enfatizando que o FUNDO não poderia tomar posição direcional em nenhum dos papéis (fl. 269). No dia 11.04.2013 – dois meses e meio antes da desistência da OPA da CCX – o operador do FUNDO envia para o Compliance do BANCO a minuta do Edital divulgada em 05.04.2013 informando a mudança dos dias úteis a serem utilizados para o cálculo da relação de trocas de cinco para 30 dias úteis. Ele explica que, para não ter nenhuma posição direcional, seria necessário começar a vender uma das ações do Grupo X que seria oferecida na troca. Sugere, ainda, que a venda para zerar a operação de “Risk Arb com a CCX” seja a OGX, pois esta ação não teria o “limite de 2% do capital para troca de ações na OPA”. No dia seguinte, o Compliance dá o OK na operação (fl. 268).

30. A meu ver, o Defendente conseguiu demonstrar nos autos que:

- i. as operações envolvendo as ações da CCX e OGX eram parte de uma operação de arbitragem sem apostas direcionais;
- ii. o BANCO detinha e, de fato, no caso em tela, aplicou mecanismo para colocação em listas de controle de ações das quais colaboradores seus poderiam deter informação privilegiada; e
- iii. o Compliance do Defendente autorizou a operação de desmonte da operação de *risk arbitrage* do FUNDO.

31. Pelo exposto acima, a meu ver, não restou comprovado nos autos que a venda de ações da CCX pelo FUNDO entre os dias 06.06.2013 e 13.06.2013 - e não entre 11.06.2013 e 19.06.2013 como apontou a Acusação - tenha sido realizada com base em informação privilegiada.

32. Resta ainda discutir o conceito de “mente corporativa” e a sua aplicação pela Acusação no caso concreto.

33. O conceito de “mente corporativa” foi inicialmente utilizado no Brasil no Julgamento do Recurso nº 13264, em 25.09.2013, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional referente ao Processo CVM nº RJ2009/13459.

34. Em seu ótimo Voto, o Conselheiro Marcos Davidovich explicou a origem do conceito da segregação das atividades (*Chinese Wall*) e o seu uso pela SEC e pelas autoridades do Reino Unido. O Conselheiro explicou que quando o conceito ganhou contornos nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) deixou claro que, embora achasse válido e salutar o estabelecimento do *Chinese Wall*, a sua existência não era condição suficiente para elidir pretensões punitivas por parte da SEC. A estrutura de segregação de atividades passou, inclusive, a ser objeto de fiscalização pela SEC. São elementos importantes para demonstrar a efetividade da segregação a ausência de comunicação entre diferentes partes do conglomerado financeiro; restrição de acesso a arquivos e computadores; separação física; acompanhamento das operações; uso das listas de restrição de negociação; e treinamento.

35. Davidovich lembrou que a SEC, em 1974, se posicionou no sentido de que os bancos múltiplos, além de demonstrarem a segregação das atividades, deveriam ter lista de restrição de negociação de ações. Contudo, apenas em 1980, a SEC ressaltou que “*estariam vedadas operações em carteira própria com ações das quais a instituição possuía informação material não divulgada, ainda que demonstrasse a existência de efetiva segregação entre as áreas*”<sup>6</sup>.

36. O uso do conceito da “mente corporativa” foi utilizado inicialmente no Reino Unido na década de 90. De acordo com Davidovich, em 1998, o Lord Justice Waller, na decisão *HRH Prince Jefri Bolkiah v. KPMG*, ressaltou que “*não haveria qualquer utilidade em analisar a efetividade da segregação apresentada, na medida em que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro (mesma “mente” da sociedade)*”<sup>7</sup>.

37. O Conselheiro deixou claro que o conceito de “mente corporativa” foi utilizado para firmas de advocacia e contabilidade e que o órgão regulador inglês admite o argumento da segregação de atividades como defesa. No caso brasileiro, o Voto deixou claro que “*há que ser demonstrado o conhecimento da informação privilegiada por parte de quem a usou*” e que “*a alegação de existência de Chinese Wall pode eventualmente servir como defesa, cabendo, portanto, a esta demonstrar a sua eficácia. Não há como se pretender que, desde o início, a CVM desconstitua uma suposta existência de segregação que não chegou sequer a ser provada quando da fase inquisitiva pré-processual*”<sup>8</sup>.

38. Aliás, a observação feita pelo Conselheiro está em perfeita consonância com os precedentes da CVM que trataram do tema da segregação de atividades em casos de *insider information*. Veja-se, por exemplo, o voto do Diretor-Relator Alexsandro Broedel no PAS nº RJ2009/13459, julgado em 30.11.2010:

“Creio que a simples alegação de existência de práticas internas de segregação, desprovida de qualquer comprovação de que tais práticas foram efetivas no caso concreto, não é capaz de infirmar uma acusação que se encontra solidamente fundamentada nas provas colhidas nos autos. Com efeito, diante de um conjunto de provas a indicar que uma instituição ou um grupo econômico não abriu mão de negociar com as ações de uma companhia mesmo tendo acesso a informações privilegiadas, não se pode admitir o argumento do *Chinese Wall*, sem que essa alegação venha acompanhada da prova que, na prática, a segregação de atividades e informações entre as áreas preveniu o uso indevido dessas mesmas informações privilegiadas”.

“Alerte-se que a *chinese wall* não é uma defesa absoluta, pois mesmo quando ela é eficaz, uma informação privilegiada pode ser transmitida entre diferentes setores de uma

instituição financeira. Portanto, a alegação de segregação de atividades precisa ser avaliada em conjunto com as demais circunstâncias e provas do caso. Em casos em que, como no presente, a instituição negocia para a sua carteira própria, a defesa baseada no *chinese wall* tem de ser apreciada com grande cuidado”.

39. Em voto anterior, no PAS nº 18/01, julgado em 04 de novembro de 2004, o Diretor Marcelo Trindade enfatizou a necessidade também do uso das listas restritas ao escrever:

*“Chinese wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o chinese wall adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator”.*

40. O que restou comprovado pelos julgadores neste caso julgado pelo CRSFN por unanimidade, foi que as operações *“foram feitas em um ambiente com falta de segregação adequada”* o que combinado com a existência de outros elementos (p.ex. o *timing* perfeito das operações) levou à conclusão de que houve *“insider information”*.

41. Pelo acima exposto, discordo da conclusão da Acusação segundo a qual há *“legítima presunção de que a “mente corporativa” do BANCO BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada”* e que *“sequer há necessidade de tal discussão, uma vez que os investimentos foram realizados pela carteira própria”*.

42. Levando-se em consideração que a negociação ocorreu para a carteira própria e que o BANCO tinha um contrato de assessoria com o Grupo EBX, uma negociação tal como a que ocorreu chama a atenção e deve ser devidamente investigada por esta Autarquia. Contudo, a se admitir a simplicidade da visão do parágrafo anterior, estaríamos praticamente tornando o *insider information* em delito objetivo pelas instituições financeiras quando há necessidade de se mostrar o uso da informação privilegiada com dolo de se obter lucro, o que a meu ver não ficou demonstrado no caso concreto.

43. Esta conclusão não está em desacordo com o Voto acompanhado por unanimidade pelo CRSFN acima comentado. Embora o Voto mencione o conceito de *“mente corporativa”* para reforçar o seu argumento de que o Chinese Wall não foi efetivo naquele caso, em nenhum momento o Voto deixou de mencionar que se admite a segregação de atividades como defesa. Claro, desde que haja e seja devidamente comprovada, como no caso dos autos, a efetiva segregação!

44. O Conselheiro Davidovich, em artigo acadêmico recente<sup>9</sup>, ao rever a literatura inglesa, mencionou que *“esse posicionamento não ficou sem críticas, já que em grandes firmas, com complexas estruturas, não há como se admitir que cada um de seus empregados possa ter conhecimento das operações e negociações que ocorrem a cada minuto no âmbito da sociedade. Constatou-se, assim, a necessidade de conciliação entre esse conceito rígido de “mente” corporativa e o conceito legal de segregação estabelecido no Financial Services Act de 1986”*.

45. Ressalto o final da observação feita pelo Conselheiro Davidovich no parágrafo 37 ao informar que não ficou *“provada [a segregação] quando da fase inquisitiva pré-processual”*. No caso em tela, durante a instrução do processo, não houve análise da existência do *Chinese Wall*, de listas restritas, e da efetividade destes instrumentos. Contudo, o aditamento da Defesa (fls. 190-220) trouxe elementos que indicam a existência da segregação das atividades e do efetivo uso das listas restritas e do Compliance no caso concreto, conforme discutido acima.

46. Por todo o exposto, voto pela absolvição do BANCO BTG Pactual S.A. de infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º da Instrução CVM nº 358/02.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de setembro de 2014.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
Diretora-Relatora

-----  
<sup>1</sup> §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>2</sup> Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

<sup>3</sup> O FUNDO adquiriu mais 60.000 ações da CCX em 12/06/2013 perfazendo um total de 4.501.300. O preço médio de fechamento da CCX entre 22/01/2012 e 26/02/2013 foi de R\$ 3,71/ação, o que resulta em um valor de cerca de R\$ 16,48 milhões. A fonte dos preços é a Economática.

<sup>4</sup> Noto (fl. 13) que o FUNDO já tinha uma posição de cedente no BTC de ações da CCX em 21/01/2013 de 120.800. Esta quantidade aumentou já que o fundo adquiriu o papel no mercado a vista e poderia obter um ganho financeiro emprestando estas ações no BTC até a data do leilão.

<sup>5</sup> De acordo com a Defesa, na *"grey list são incluídas as ações que, como o próprio nome já indica, podem ser consideradas uma zona cinzenta. Em relação a elas ainda não há um efetivo acesso à informação privilegiada por alguma área do Defendente, mas essa área está mais próxima daquela companhia, cabendo por essa razão já manter um monitoramento das operações. É, portanto, um mecanismo de monitoramento de transações potencialmente impróprias. Os emissores são colocados na grey list quando o Defendente estiver de maior proximidade com possíveis fontes de informação material não pública, mesmo quando ainda não estiver oficialmente mandatado"*.

<sup>6</sup> Item 35 do Voto de Davidovich, Recurso 13264 ao CRSFN, julgado em 25/09/2013 disponível em <http://www.bcb.gov.br/crsfn/crsfn.htm>

<sup>7</sup> Idem, Item 38.

<sup>8</sup> Idem, Item 45.

<sup>9</sup> DAVIDOVICH, Marcos. *A Grande Muralha e o Conflito de Interesses na Common Law*, in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 16, vol. 61, julho-setembro 2013. Editora Revista dos Tribunais, pp. 15-41.

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11654 realizada no dia 23 de setembro de 2014.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

*Roberto Tadeu Antunes Fernandes*  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11654 realizada no dia 23 de setembro de 2014.**

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu absolver o Banco BTG Pactual S.A., nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro a Sessão, informando que a CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE