



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

**DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº
19957.005966/2016-38 (RJ2016/7189) ***

*** Sessão realizada exclusivamente por videoconferência, na forma da
Deliberação CVM nº 855, de 30 de abril de 2020.**

Data do julgamento: 16/06/2020

Relatora: Diretora Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Acusado: Carlos Tavares D`Amaral

Ementa: Utilização de informação privilegiada. Infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/02. 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 pela **absolvição** de Carlos Tavares D`Amaral da acusação de infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

O Colegiado decidiu, também, que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado de Santa Catarina, em complemento ao Ofício nº 161/2016/CVM/SGE para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

Presentes Ricardo Pereira Portugal Gouvêa e Bruna Velasques Arce, representantes do acusado.

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

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Flávia Sant'Anna Perlingeiro, Henrique Balduino Machado Moreira e o

Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 31/07/2020, às 21:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 03/08/2020, às 10:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 06/08/2020, às 15:49, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 06/08/2020, às 21:56, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1063743** e o código CRC **AD06DCF1**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1063743** and the "Código CRC" **AD06DCF1**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005966/2016-38

Reg. Col. 0638/17

Acusado: Carlos Tavares D`Amaral

Assunto: Apurar eventual realização de *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

RELATÓRIO

I. OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) em face de Carlos Tavares D`Amaral (“Carlos Tavares” ou “Acusado”), então diretor administrativo da Cia. Hering (“Hering” ou “Companhia”), para apurar eventual infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976¹ c/c art. 13 da Instrução CVM (“ICVM”) nº 358, de 03.01.2002², pela venda de ações ordinárias (HGTX3) de emissão da Companhia (“Ações”) de posse de informação relevante não divulgada ao mercado (“Informação Privilegiada”), prática conhecida como *insider trading*.

II. ORIGEM E FATOS

2. Este PAS é oriundo do Processo CVM nº RJ2015-8034, instaurado pela SEP para investigar a regularidade de determinadas vendas de Ações feitas pelo Acusado em 2015.

3. Inicialmente, a SEP detectou em sua base de dados negociações com as Ações, por parte de Carlos Tavares, no dia **22.04.2015**, dentro do período vedado dos 15 dias que antecederam a divulgação do Formulário de Informações Trimestrais (“ITR”) da Companhia, ocorrida no dia **07.05.2015**, em possível infração ao art. 13, §4º³, da ICVM nº 358/2002.

¹ Art. 155. (...) § 1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

² 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.

³ Art. 13. (...) § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

4. Assim, em 30.07.2015, a SEP solicitou⁴ à Hering que:
- Obtivesse manifestação de seu diretor acerca da possível infração ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/2002;
 - Informasse quando e quais administradores tomaram conhecimento das informações constantes do referido ITR;
 - Corrigisse e reapresentasse os formulários de valores mobiliários negociados e detidos do(s) mês(es) referente(es) às negociações (art. 11 da ICVM nº 358/2002)⁵.
5. Em 13.08.2015, Companhia respondeu⁶ ao referido Ofício da SEP, informando que:
- “A primeira prévia do resultado do trimestre foi enviada pelo Gerente da Controladoria da Companhia, Sr. (...) para o Diretor Financeiro e de Relação com Investidores, Sr. (...), em 07.04.2015. No dia seguinte, 08.04.2015, o resultado do trimestre não auditado foi enviado para os demais Diretores, a saber: (...); Sr. Carlos Tavares D’Amaral – então Diretor Administrativo, hoje membro do Conselho consultivo desde 29.04.2015; (...).” (grifos adotados)
 - “O ITR finalizado, com parecer assinado, foi enviado em 05.05.2015 para os diretores supra nominados por intermédio do Gerente de Controladoria, e também para os membros do Conselho de Administração da Companhia, a saber: (...);”
 - “A reunião do Conselho de Administração que apreciou e aprovou o relatório das Informações Trimestrais (ITR) da Companhia ocorreu em **07.05.2015**. Na mesma data, os membros do Conselho consultivo foram informados dos resultados da Companhia, sendo eles: (...), Carlos Tavares D’Amaral, (...), com o que ocorreu, por fim, a divulgação do ITR na CVM/BMF Bovespa, após o fechamento do mercado”. (grifos adotados)
6. O Acusado⁷, em resposta concomitante à da Companhia, informou ter operado nas datas de 01, 13 e 22 de abril de 2015, com volume total de 40.000 ações HGTX3 vendidas, visando fazer frente a despesas de cunho pessoal. Tais operações constavam nos Formulários Consolidado e Individual relativos ao art. 11 da ICVM nº 358/2002, então apresentados pela Hering à CVM.

dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

⁴ Ofício nº 268/2015/CVM/SEP/GEA-2, de 30.07.2015 (Doc. SEI 0152163, fls. 02-03).

⁵ 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.

⁶ Doc. SEI 0152163, fls. 05-06.

⁷ Doc. SEI 0152163, fls. 07.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

7. Em acréscimo, arguiu não ter havido negociações de valores mobiliários em período vedado, uma vez que a divulgação do ITR se deu em 07.05.2015 após o encerramento do mercado, de forma que a contagem do prazo do referido período deveria ser iniciada em 23.04.2015, e não em 22.04.2015, data da última operação com Ações realizada por ele no mês de abril.

8. Diante das respostas recebidas pela CVM, especialmente da informação de que o Acusado teve acesso ao ITR não auditado no dia 08.04.2015, a SEP alterou o escopo da apuração, que passou a ter como objeto a possível utilização pelo Acusado de Informação Privilegiada nas alienações das Ações ocorridas nos dias 13 e 22 de abril, indicadas no quadro abaixo⁸.

ANEXO I – Negociações realizadas em período vedado

Nome do investidor	Data da operação	Mês da operação	Nome do Emissor	ITR/DFP	Competência	Data de entrega	Qtd Compra	Qtd Venda	Vol Compra	Vol Venda	Instrumento - Descrição
CARLOS TAVARES DAMARAL	13-abr-15	abril	CIA HERING	ITR	31-mar-15	07-mai-15	0	10.000	R\$ 0	R\$ 171.743	AÇÕES ORDINÁRIAS
CARLOS TAVARES DAMARAL	22-abr-15	abril	CIA HERING	ITR	31-mar-15	07-mai-15	0	10.000	R\$ 0	R\$ 169.001	AÇÕES ORDINÁRIAS

Fonte: Planilhas do sistema Eagle enviadas pela SMI.

9. Em 27.06.2016, a SEP enviou novo ofício⁹ por meio do qual Carlos Tavares foi: (i) comunicado da informação fornecida pela Companhia de que em 08.04.2015 ele teria tido acesso aos resultados do primeiro trimestre não auditados; e (ii) instado a se manifestar sobre os fatos investigados, nos termos do art. 11 da então vigente Deliberação CVM nº 538, de 05.03. 2008. Em resposta de 13.07.2016¹⁰, o Acusado arguiu que:

- a. “(...) inexistiram negociações com valores mobiliários da Companhia dentro do período de silêncio previsto no artigo 13 da ICVM nº 358/2002, uma vez que a divulgação do ITR se deu em 07/05/15, após o encerramento do mercado, de forma que a contagem do prazo do período de silêncio se inicia em 23/04/15. (...) Corroborando o acima exposto, anexa-se a presente Resposta, cópia do e-mail encaminhado pela Cia Hering, dando ciência do período de silêncio às pessoas indicadas pela ICVM nº 358, em seu artigo 13, sendo que na referida comunicação a Cia Hering expressamente informa a vedação à negociação com ações da companhia no período de 23/04/2015 a 07/05/2015.”¹¹ ;

⁸ Anexo I do Relatório de Análise nº 88/2016-CVM/SEP/GEA-2 (Doc. SEI 0152163, fls. 09-14).

⁹ Ofício nº 187/2016/CVM/SEP/GEA-4, Doc. SEI 0152163, fls. 17-18.

¹⁰ Doc. SEI 0152163, fls. 19-20.

¹¹ A referida mensagem eletrônica foi enviada pelo Departamento de Relações com Investidores da Companhia no dia 17.04.2015 e informava aos administradores da Hering que as informações financeiras relativas ao 1º trimestre seriam divulgadas em 07.05.2015 após o fechamento do mercado, e que eles e respectivos cônjuges “estarão impedidos de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

- b. “(...) resta evidente, assim, que a negociação com valores mobiliários da Companhia foi realizada sem qualquer violação à vedação aplicável uma vez (i) não se tratava de fato relevante e (ii) o período de silêncio ocorreu entre 23/04/2015 a 07/05/2015, período em que não houve, de minha parte, qualquer negociação com valores mobiliários da Cia. Hering.”;
- c. “ (...) as operações realizadas no mês de abril de 2015 visavam unicamente, fazer frente a despesas de cunho pessoal (...).”; e
- d. “O montante de ações negociadas nas datas de 1, 13 e 22 de abril de 2015 perfaz um montante ínfimo, frente ao montante de ações detidas por mim na Cia Hering. (...), o total de ações por mim detidas representava, na época, 1,05% das ações da Cia. Hering, sendo que o montante negociado objeto do presente questionamento representa meros 0,02%.”.

10. A Acusação obteve, ainda, as cópias de transcrições das ordens de venda da Ações emitidas em nome do Acusado nos dias 13 e 22.04.2015¹², reproduzidas a seguir:

Ordem dia 13/04/2016

A ordem foi transmitida via Sala de Ações de Blumenau SC. A Gerente da Sala de Ações que atende ao cliente na ocasião é a Daniella Pigatto. A ligação tem início às 14:09h.

Cliente: Alô.

Gerente: Oi Carlos, é a Dani aqui da Sala de Ações.

Cliente: Oi Dani.

Gerente: Só confirmar...oi...vamos só então confirmar a ordem aqui, vendendo dez (10) quilos de Hering a mercado então!?...Mauro....

Cliente: Isso.

Gerente: Mauro...Carlos.

Cliente: Dez (10) quilos a mercado.

Gerente: Huhumm...dezessete e vinte e cinco, eu vou jogar para dezessete e vinte e quatro dezessete e vinte e cinco...deixa eu ver o que a gente consegue fazer aqui..... hgtx3....só ver a pressão dos compradores e vendedores....vou modificar a ordem em dois (2) centavos a menos tá Carlos? Eles estão fazendo pressão agora aqui.

Cliente: Tá legal.

Gerente: Eles viram a ordem alta daí eles jogam lá.....eu vou fazer o seguinte, eu vou jogar essa tua ordem lá pela Sala...mesa, daí ela fica escondida e tú consegue pegar um preço melhor.

Cliente: Tá bom então.

Gerente: Tá bom então Carlos, tô passando por lá...brigada.

Cliente: Tá legal, brigado.

Gerente: Jóia, de nada, quando sair te aviso. Tchau tchau.

Cliente: Tá bom brigado.

Gerente: De nada.

negociar ações (e outros valores mobiliários) da Cia Hering” no período de 23.04.2015 a 07.05.2015 (Doc. SEI 0152163, fls. 22).

¹² Doc. SEI 0152163, fls. 152-154.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

Ordem dia 22/04/2016

A ordem foi transmitida via Sala de Ações de Blumenau SC. O Gerente da Sala de Ações que atende ao cliente na ocasião é Aléssio Ferreira. A ligação tem início às 11:58 h.

Cliente: Alô

Gerente: Doutor Carlos, Bom dia tudo bem?

Cliente: tudo bem.

Gerente: É Aléssio, Santander Sala de Ações tudo bom campeão.

Cliente: Tudo bem graças à Deus.

Gerente: Fala querido, você quer vender Hering?

Cliente: Isso, queria vender dez (10) mil.

Gerente: Dez (10) mil, podemos vender a mercado doutor Carlos?

Cliente: É que agora ela caiu né!? Ela...

Gerente: E...tem comprador a noventa e um doutor Carlos.

Cliente: Hã ?

Gerente: Tem comprador a noventa e um....dezesseis e noventa (16,90).Que preço vamos colocar?

Cliente: Pois é, eu queria vender....bom, mais bota dezesseis e noventa (R\$ 16,90) vai, por que dez (10) centavos não vai matar ninguém.

Gerente: Tá então, só pra confirmar doutor Carlos, estamos vendendo então dez (10) mil ações da HGTX3 até dezesseis e noventa (R\$ 16,90), que vai dar mais ou menos cento e sessenta e

nove mil (R\$ 169.000,00) e seu código é vinte zero quatro oitenta e cinco dígito nove (20485-9), você confirma essa venda ?

Cliente: Isso, pode, tá ok.

Gerente: Só deixa eu confirmar se já saiu doutor Carlos, só um segundinho. O, gostei da tua colocação no jornal aí meu jovem (risos).

Cliente: Ah.

Gerente: Ah pelo amor de Deus né doutor Carlos, ah....(Carlos).

Cliente: É esse povo não é fácil ah.

Gerente: Não, é brincadeira né doutor ah? A gente batalhando pra caramba pra fazer esse país acontecer meu e os caras ainda querem fazer isso né!? Doutor, não saiu tudo ainda ficou um pedacinho a dezesseis e noventa (R\$ 16,90), mais olha só, o comprador apareceu só oitenta e oito (88) doutor, deixamos a noventa (90) ou vamos alterar isso ali?

Cliente: Não deixa a noventa (90).

Gerente: Deixamos por enquanto a noventa (90)?

Cliente: Isso.

Gerente: Tá, se demorar pra sair ou se cair um pouquinho mais eu ligo pro senhor daí.

Cliente: Tá legal.

Gerente: Tú sabe que essa bandeira a (fala incompreensível) tem que assumir mesmo né, chega de vereadores né, botar mais...

Cliente: É

Gerente: brincadeira ninguém merece (fala incompreensível) falo campeão.

Cliente: Tem que olhar a qualidade e não a quantidade.

Gerente: Não, e olha só chefe, quem encabeçou isso né!? Celio Dias né!?

Cliente: Ah pois é.

Gerente: Sem comentários né!?

Cliente: É

Gerente: Tá bom querido!?

Cliente: Tá bom.

Gerente: Se sair eu aviso o senhor, abraço.

Cliente: Tá certo, obrigado.

Gerente: tchau tchau.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

III. ACUSAÇÃO

11. Não tendo acolhido os argumentos apresentados por Carlos Tavares, a SEP¹³ formulou termo de acusação (“Termo de Acusação”), imputando ao Acusado responsabilidade por descumprimento ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13 da ICVM nº 358/2002, pela realização das vendas de Ações, nos dias **13 e 22.04.2015**, de posse de informação relevante não divulgada ao mercado¹⁴.

12. Segundo a Acusação, Carlos Tavares, à época diretor administrativo da Hering, alienou 20.000 (vinte mil) Ações, de posse e em virtude de Informações Privilegiadas, visando benefício financeiro, antecipando-se à previsível oscilação negativa de seu preço que ocorreria quando da divulgação do referido ITR.

13. Para fundamentar suas conclusões, a SEP defendeu que, ao contrário do alegado pelo Acusado em suas manifestações¹⁵, os resultados não auditados do trimestre consistem em informação relevante, conforme disposto no art. 2º da ICVM nº 358/02, mais especificamente à luz dos incisos I e II do *caput*¹⁶ e inciso XVI do parágrafo único¹⁷ do referido artigo.

14. Pontuou a SEP que o ITR é documento hábil a influir na cotação das ações e nas decisões de investimento dos investidores, bem como traz informações atinentes aos resultados das companhias.

15. Outro indicativo da relevância do ITR da Companhia apontado pela SEP foi o comportamento do preço das ações HGTX3 no pregão de 08.05.2015¹⁸, que sofreu queda de 22,42% em relação ao preço de encerramento do dia anterior, e que, em sentido contrário ao Ibovespa, tinha subido 0,4% naquele dia, como ilustra o seguinte gráfico constante do item 27 do Termo de Acusação:

¹³ Relatórios de análise nºs 88/2016-CVM/SEP/GEA-2 e 57/2016-CVM/SEP/GEA-4 (Doc SEI 0152163, fls. 09-13 e 155-156, respectivamente).

¹⁴ Não foi feita imputação ao amparo especificamente do §4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002 (relativo a operação em período vedado). De todo modo, foi consignado no Termo de Acusação que a contagem do prazo do período vedado apresentada pelo Acusado estava incorreta e “*que o Ofício Circular SEP nº 02/16 esclarece que a contagem do prazo de 15 dias corridos deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação.*” (Doc. SEI 0152175, item 23).

¹⁵ Doc. SEI 0152163, fls. 07 e Doc. SEI 0152163, fls. 19-20.

¹⁶ Art. 2. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; (...).

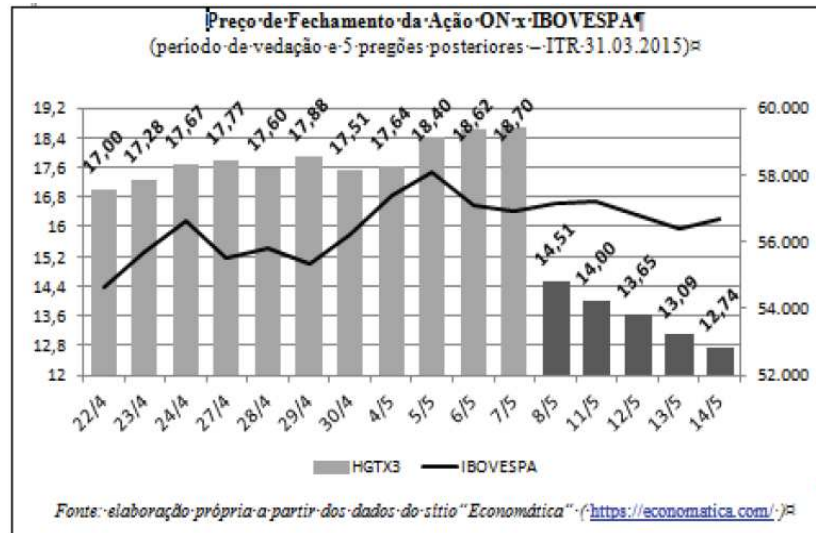
¹⁷ Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...) XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; (...).

¹⁸ Dia seguinte à divulgação do ITR, realizada em 07.05.2015 após fechamento do mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br



16. Com base nas informações acima, a Acusação concluiu que “o referido Diretor teria auferido menores benefícios se tivesse negociado após a divulgação dos resultados do período”, pois, nos dias 13 e 22.04.2015, vendeu a preços médios de R\$ 17,17 e R\$ 16,90, respectivamente, enquanto no dia seguinte à divulgação do ITR (08.05.2015), o preço médio foi de R\$ 14,09.

17. Ainda para evidenciar a relevância das informações com base nas quais o Acusado teria operado, a SEP selecionou algumas contas extraídas do ITR relativo ao período findo em 31.03.2015, para montar a seguinte tabela constante do Item 31 do Termo de Acusação:

Destques Consolidados			
R\$ MIL	1T15	1T14	Var. 1T15 / 1T14
Receita Bruta	415.037	466.727	-11,1%
Mercado Interno	405.778	458.683	-11,5%
Mercado Externo	9.259	8.044	15,1%
Receita Líquida	347.039	394.441	-12,0%
Lucro Bruto	128.137	174.876	-26,7%
Margem Bruta	36,9%	44,3%	-7,4 p.p.
Lucro Bruto Caixa^(a)	134.127	179.833	-25,4%
Margem Bruta Caixa ^(a)	38,6%	45,6%	-7,0 p.p.
Lucro Líquido	41.510	64.578	-35,7%
Margem Líquida	12,0%	16,4%	-4,4 p.p.
EBITDA^(b)	47.141	94.497	-50,1%
Margem EBITDA ^(b)	13,6%	24,0%	-10,4 p.p.
ROIC^(c)	25,4%	38,7%	-13,3 p.p.

(a) Lucro Bruto e Margem Bruta expurgada a depreciação apropriada ao custo.
 (b) Resultado operacional antes dos juros, impostos, depreciações, amortizações e participações.
 (c) Últimas 12 meses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

18. Os indicadores negativos acima, no entender da Acusação, corroboram a interpretação de que a divulgação de tais números ao mercado foi responsável pela queda de mais de 20% no preço do ativo após o pregão do dia 07.05.2015.

19. Ademais, a SEP apontou que o conteúdo não auditado do ITR seria de conhecimento de Carlos Tavares desde o dia 08.04.2015, com base em informação dada pela própria Companhia¹⁹.

20. No que tange ao argumento do Acusado de que tais operações teriam sido realizadas com a finalidade de fazer frente a gastos pessoais, a SEP apontou que, com base em recibos fornecidos pelo próprio Acusado, os gastos com a obra em sua residência ao longo do mês de abril teriam totalizado R\$ 269.929,05 (duzentos e sessenta e nove mil, novecentos e vinte e nove reais e cinco centavos), valor inferior aos R\$ 340.744,00 (trezentos e quarenta mil, setecentos e quarenta e quatro reais) auferidos pelo Acusado já na primeira negociação do mês de abril, realizada em 01.04.2015, e muito abaixo dos R\$ 681.144,00 (seiscentos e oitenta e um mil, cento e quarenta e quatro reais) por ele obtidos com a venda de Ações, considerando-se, também, as vendas dos dias 13 e 22 do mesmo mês, quando já havia tido acesso à prévia dos resultados refletidos no ITR.

IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE

21. Em 16.09.2016, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) manifestou-se no sentido de que restaram atendidos os requisitos previstos nos arts. 6º²⁰ e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 então vigente²¹, bem como recomendou a comunicação ao Ministério Público Federal no Estado de Santa Catarina (“MPF”), o que foi feito por meio do envio do Ofício nº 161/2016/CVM/SGE, de 04.10.2016²².

V. RAZÕES DE DEFESA

22. Em 07.11.2016, Carlos Tavares apresentou suas razões de defesa tempestivamente²³, nas quais fez um breve resumo das interações do Acusado com a área técnica ao longo do processo de investigação, destacando o fato de que a possível infração inicialmente apurada dizia respeito a operação em período vedado, mas que as imputações posteriormente feitas pela SEP foram por uso de Informação Privilegiada.

23. No que concerne à acusação, os argumentos trazidos pela defesa podem ser divididos em

¹⁹ Doc. SEI 0152163, fls. 05-06.

²⁰ Conforme redação vigente à época.

²¹ Tal Deliberação foi revogada pela Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019, que entrou em vigor em 01.09.2019.

²² Doc. SEI 0170345.

²³ A intimação foi recebida pelo acusado em 07.10.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

dois conjuntos: o primeiro reúne razões pelas quais entende pela impossibilidade da capitulação da conduta do Acusado no art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, e o segundo com alegações diretamente ligadas às características das operações realizadas.

24. Para a defesa, o art. 13 da ICVM nº 358/2002 veda a negociação de ações antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, porém “*se o ato relevante for o ITR ou DFP, essa vedação deve respeitar o período de 15 (quinze dias) de sua divulgação*”, e se a norma “*tivesse por objetivo vetar o acesso a informações em período anterior, teria previsto um prazo maior*”²⁴.

25. Por serem obrigações habituais das companhias abertas, as informações financeiras difeririam, no entender do Acusado, dos demais atos ou fatos relevantes, merecendo, portanto, um “*tratamento específico de prazo para o período de silêncio*” previsto no art. 13, §4º, da ICVM nº 358/2002, aplicável a seu ver ao caso concreto, mesmo em se tratando de ITR não auditado, considerando que tal circunstância não alteraria sua natureza.

26. Ainda no que tange à capitulação da conduta, a defesa salientou que todos os ofícios enviados pela SEP à Companhia e ao Acusado fizeram expressa menção ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/2002²⁵, à exceção do Ofício nº 187/2016/CVM/SEP/GEA-4, em que teria sido solicitada “*informação sobre vedação de realização de operações por pessoa que tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada.*”, o que levou o Acusado à seguinte conclusão:

Nos termos desse Termo de Acusação, a conduta do acusado foi reposicionada para o período em que ele teria tido acesso às informações do ITR, antes de sua divulgação. Ou seja, em clara alteração do que vinha sendo investigado. Contudo, a hipótese legal da acusação continua a mesma e, nesse sentido, como bem se fará comprovar, não houve qualquer ilicitude na conduta do acusado.

27. Nesse contexto, a defesa reputou não ser possível responsabilizar o Acusado, pois as operações em análise ocorreram fora do período vedado compreendido entre 23.04 e 07.05.2015.

28. Arguiu também a defesa que o volume das operações seria insignificante, visto que correspondeu a apenas 0,02% do total de ações de emissão da Companhia, entre 1,2% de Ações de emissão da Companhia, percentual que o Acusado detinha, à época. Em termos monetários, o Acusado pontuou que a suposta vantagem seria de R\$ 58.000,00 (cinquenta e oito mil reais), calculados a partir da desvalorização de R\$ 3,00 (três reais) no preço da ação após a divulgação do ITR com relação aos preços de alienação das Ações pelo Acusado.

²⁴ Doc. SEI 0185740, fls. 6.

²⁵ §4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

29. Para a defesa, a SEP não produziu “qualquer indício de conduta reiterada” e o conjunto de operações em análise “jamais poderia provocar qualquer tipo de impacto para o mercado ou para os investimentos, não havendo a materialidade encontrada pela Superintendência.”²⁶.

30. Adicionalmente, arguiu a ausência de dolo por parte do Acusado, demonstrada por sua atuação fora do período vedado, consoante informado pela Companhia aos seus diretores²⁷, bem como pela não reiteração da conduta e pela ausência de finalidade de obter vantagens e prejudicar o mercado ou investidores.

31. Segundo o Acusado, a finalidade das operações não foi a de obter vantagem indevida, como entendeu a SEP, mas a de honrar pagamentos suplementares para fins de conclusão de obras e acertos exigidos pela construtora de imóveis que havia adquirido em construção²⁸, que implicaram em necessidade de caixa num momento de aumento de suas despesas pessoais.

32. Por fim, a defesa trouxe posteriormente aos autos²⁹ informação quanto a uma outra investigação promovida pela CVM, que abrangeu a atuação em abril de 2015 de Carlos Tavares, entre outros investigados, conduzida no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 2996/2018, cujo objeto se relaciona ao do presente PAS, embora seja mais amplo, e que naquele processo, a Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) concluiu pela não responsabilização de Carlos Tavares no bojo da referida investigação³⁰, tendo em vista que: (i) as vendas de Ações dos dias 13 e 22.04.2015 já eram objeto deste PAS, cabendo evitar a configuração de *bis in idem*; e (ii) que a SPS identificou proporcionalidade e compatibilidade entre o montante obtido por Carlos Tavares na venda realizada em 01.04.2015 e as despesas imobiliárias por ele declaradas.

VII. TERMO DE COMPROMISSO

33. Conforme interesse consignado em sua defesa, o Acusado apresentou proposta de Termo de Compromisso³¹, comprometendo-se a pagar à CVM o montante de R\$ 58.039,05 (cinquenta e oito mil e trinta e nove reais e cinco centavos), equivalente ao valor do prejuízo que teria sido evitado com a venda das Ações em 13 e 23 de abril e não em 8 de maio.

34. Em 08.12.2016, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”) sugeriu o aprimoramento

²⁶ Doc. SEI 0185740, fls. 7.

²⁷ Conforme mensagem eletrônica do Doc. SEI 0152163, fls. 22.

²⁸ Instrumentos Particulares de Aquisição de Cota Condominial, Construção por Administração de Edificação em Condomínio de Bem Imóvel, Contratação da Administradora e Outras Avenças relativos a quatro apartamentos, sendo três localizados em Blumenau e um em Balneário Camboriú e extratos bancários (Doc. SEI 0185740, fls. 11-109).

²⁹ Em Memorial protocolado em 10.06.2020 (Doc. SEI 1033262).

³⁰ O PAS CVM SEI nº 19957.002996/2018-54 foi instaurado então em face de outros acusados.

³¹ Doc. SEI 0185744.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

da proposta³² para o triplo do suposto prejuízo evitado³³, atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir 08.05.2015 até seu efetivo pagamento.

35. Em 17.01.2017³⁴, o Acusado se propôs a pagar o montante de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), considerando que tal valor estaria em consonância com decisões recentes do CTC.

36. No entanto, o CTC manifestou-se pela não aceitação da proposta³⁵ por considerá-la incapaz de surtir o necessário efeito paradigmático perante os participantes do mercado de valores mobiliários para desestimular a prática de condutas semelhantes.

37. Acompanhando o entendimento do CTC, o Colegiado, por unanimidade, deliberou pela rejeição³⁶ da proposta de termo de compromisso apresentada.

VI. ARQUIVAMENTO DE INQUÉRITO POLICIAL

38. Em 05.08.2018, o Acusado protocolizou petição³⁷, por meio da qual informou que, após a comunicação feita pela CVM ao MPF por indícios de crime, foi instaurado o Inquérito Policial nº 0175/2017-DPF/IJI/SC pela Delegacia de Polícia Federal em Itajaí – SC, em que, ao fim, a autoridade policial deixou de indiciar³⁸ o Acusado pela conduta disposta ao artigo 27-D da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, tendo considerado que:

O fato de ter ocorrido no ano de 2015 e a Circular³⁹ ser do ano de 2016, é plausível que a Hering teve erro de interpretação ao informar o período errôneo aos interessados, que deveria ser de 22.04.2015 a 07.05.2015 (e não de 23.04.2015 a 07.05.2015), o que acabou por induzir em erro o Investigado.

Ademais, entre os anos de 2014 e 2015 investigado tinha de 1.701.379 a 1.601.379 ações da Hering (Fls. 27); ou seja, 20 mil ações é um número reduzido para o Investigado se locupletar de forma indevida, se fosse esse seu real interesse.

39. Em decisão de 29.08.2018, a MM. Juíza da 1ª Vara Federal de Florianópolis⁴⁰ determinou o arquivamento dos autos, alegando não terem sido apontados elementos subjetivos, assim como destacou o entendimento manifestado pelo MPF de que seriam frágeis as provas contra o Acusado,

³² Doc. SEI 0268747.

³³ Segundo o CTC, teria sido de R\$ 58.944,00 (cinquenta e oito mil novecentos e quarenta e quatro reais).

³⁴ Doc. SEI 0268758.

³⁵ Doc. SEI 0268780.

³⁶ Doc. SEI 0270377.

³⁷ Doc. SEI 0596206, fls. 1-3.

³⁸ Doc. SEI 0596206, fls. 4-7.

³⁹ Ofício-Circular SEP nº 02/16.

⁴⁰ Doc. SEI 0596206, fls. 8-9.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

especialmente quanto à existência de dolo em sua conduta.

40. Diante dessas informações, o Acusado arguiu que:

o arquivamento da ação penal reforça os argumentos lançados na defesa administrativa do acusado quanto à falta de materialidade e à ausência de dolo (e quanto a essa matéria, **operou-se a coisa julgada com efeitos na esfera administrativa**). (grifos aditados)

VIII. DISTRIBUIÇÃO

41. Na reunião do Colegiado de 04.04.2017, o processo foi originalmente distribuído ao Diretor Pablo Renteria, a quem substituí no Colegiado. Ao final do seu mandato – e antes de minha posse – o processo foi provisoriamente redistribuído, conforme o disposto no art. 10 da Deliberação CVM nº 558, de 12.11.2008, até que, no dia 19.03.2019, fui designada sua relatora.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 12 de junho de 2020.

FLAVIA MARTINS SANT
ANNA
PERLINGEIRO:01194353738

Assinado de forma digital por
FLAVIA MARTINS SANT ANNA
PERLINGEIRO:01194353738
Dados: 2020.06.16 09:09:48 -03'00'

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005966/2016-38

Reg. Col. 0638/17

Acusado: Carlos Tavares D`Amaral

Assunto: Apurar eventual realização de *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. OBJETO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP em face de Carlos Tavares, diretor administrativo da Hering à época dos fatos, que tem como objeto a apuração de eventual descumprimento ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976² c/c art. 13 da ICVM nº 358/2002³, na alienação de Ações de emissão da Companhia de posse de Informação Privilegiada, prática amplamente conhecida como *insider trading*, um dos mais graves ilícitos no âmbito do mercado de capitais.

2. Como relatado, Carlos Tavares informou⁴ à SEP ter alienado 40.000 Ações de emissão da Hering nos dias 1º, 13 e 22.04.2015. A própria Companhia informou que, no dia 08.04.2015, o Acusado, assim como outros membros da administração, teve acesso a uma prévia dos resultados não auditados relativos ao primeiro trimestre de 2015. As operações de venda realizadas pelo Acusado podem ser assim resumidas:

Operações de Carlos Tavares com HGXT3 - Abril 2015				
Data	Quantidade	Preço Médio		Volume
01/04/2015	20000	R\$	17,02	R\$ 340.400,00
13/04/2015	10000	R\$	17,17	R\$ 171.743,00
22/04/2015	10000	R\$	16,90	R\$ 169.001,00

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² Art. 155 (...) § 1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

³ 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.

⁴ Doc. SEI 0152163, fls. 07-08.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. No entender da Acusação, nas operações destacadas na tabela acima, o Acusado se utilizou de Informação Privilegiada, qual seja, a prévia dos resultados do primeiro trimestre, antecipando-se a uma previsível desvalorização das Ações, que de fato veio a ocorrer.

II. PRELIMINAR

4. Antes de entrar no exame de mérito da acusação, cabe analisar a preliminar suscitada pelo Acusado, em petição protocolada em 05.08.2018⁵, por meio da qual informou que, após a comunicação feita pela CVM ao MPF por indícios de crime de uso indevido de Informação Privilegiada, foi instaurado Inquérito Policial⁶, no qual a autoridade policial deixou de indiciar⁷ o Acusado pelo referido crime, previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, consignando que:

O fato de ter ocorrido no ano de 2015 e a Circular⁸ ser do ano de 2016, é plausível que a Hering teve erro de interpretação ao informar o período errôneo aos interessados, que deveria ser de 22.04.2015 a 07.05.2015 (e não de 23.04.2015 a 07.05.2015), o que acabou por induzir em erro o Investigado.

Ademais, entre os anos de 2014 e 2015 investigado tinha de 1.701.379 a 1.601.379 ações da Hering (Fls. 27); ou seja, 20 mil ações é um número reduzido para o Investigado se locupletar de forma indevida, se fosse esse seu real interesse.

5. Informou, ainda, que, em decisão de 29.08.2018, foi determinado⁹ o arquivamento dos autos, alegando não terem sido apontados elementos subjetivos, corroborando o entendimento manifestado pelo MPF de que seriam frágeis as provas contra o Acusado, especialmente quanto à existência de dolo em sua conduta.

6. Diante disso, o Acusado reiterou os argumentos lançados em sua defesa e arguiu que teria se operado coisa julgada com efeitos na esfera administrativa, no caso, neste PAS.

7. Em primeiro lugar, embora não seja necessário para decidir acerca da referida questão preliminar, importa esclarecer que, mesmo tendo a Acusação feito referência ao Ofício-Circular SEP nº 02/16 para demonstrar a maneira correta de proceder à contagem do prazo de antecedência previsto no §4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002, referido Ofício-Circular não inovou nesse ponto. Na verdade, apenas reproduziu, na versão do ano de 2016, a mesma orientação que já constava do Ofício-Circular SEP nº 02/15 (fls. 101), anterior às operações realizadas pelo Acusado, não sendo, portanto, plausível a hipótese de erro de interpretação pela Companhia quanto à contagem.

⁵ Doc. SEI 0596206, fls. 1-3.

⁶ Inquérito Policial nº 0175/2017-DPF/IJI/SC, instaurado pela Delegacia de Polícia Federal em Itajaí – SC.

⁷ Doc. SEI 0596206, fls. 4-7.

⁸ Ofício-Circular SEP nº 02/16.

⁹ Decisão da MM. Juíza da 1ª Vara Federal de Florianópolis (Doc. SEI 0596206, fls. 8-9).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

8. Em segundo lugar, como sabido, a gravidade da conduta de uso indevido de Informação Privilegiada em negociação de valores mobiliários reflete-se na sua configuração como ilícito nas esferas administrativa, penal e cível, que guardam, entretanto, independência entre si.

9. Quanto à independência das referidas instâncias, cabe repisar precisa manifestação da PFE no PAS CVM nº RJ2002/2941, julgado em 23.03.2004¹⁰, não sem razão, recorrentemente citada em decisões deste Colegiado¹¹.

Sabe-se que a responsabilidade se origina de uma conduta ilícita e se caracteriza pela natureza do campo jurídico em que se consuma. Assim, a responsabilidade pode ser penal, administrativa ou civil, sendo cada uma, em princípio, independente da outra. Ocorre que, em algumas ocasiões, o fato que gera certo tipo de responsabilidade é simultaneamente gerador de outro tipo. Desta forma é possível que a mesma situação fática dê origem, concomitantemente, as responsabilidades civil, administrativa e penal, havendo, portanto, acumulação de sanções, uma vez que para cada tipo de responsabilidade é atribuída uma espécie diferente de sanção.

10. Ademais, o próprio Código de Processo Penal, quando reconhece certos efeitos vinculantes de decisões em processo judicial na esfera cível, se remete àquelas exaradas em sentença¹² e não em despacho de arquivamento de inquérito policial¹³, como no presente caso.

11. Por fim, ainda que estivessemos diante de uma sentença absolutória por serem “*frágeis as provas contra o Acusado*”, a jurisprudência dos Tribunais Superiores se consolidou no sentido de preservar a independência das instâncias penal e administrativa, salvo nas hipóteses de o juízo criminal entender pela inexistência material do fato ou pela negativa de autoria¹⁴, como, por exemplo, se extrai do seguinte trecho de ementa de acórdão do Superior Tribunal de Justiça¹⁵:

PROCESSUAL CIVIL. ADMINISTRATIVO. AGRAVO INTERNO NO RECURSO ESPECIAL. CÓDIGO DE PROCESSO CIVIL DE 2015. APLICABILIDADE. SERVIDOR PÚBLICO. INFRAÇÃO DISCIPLINAR. PENA DE DEMISSÃO. **ARQUIVAMENTO DO INQUÉRITO POLICIAL POR FALTA DE PROVAS. NÃO VINCULAÇÃO DA INSTÂNCIA**

¹⁰ Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. em 23.03.2004.

¹¹ PAS CVM nº SP2011/233, j. 25.03.2014, PAS CVM nº RJ2013/1852, j. 06.10.2015 e RJ2015/5002, j. 15.03.2016.

¹² Art. 65. Faz coisa julgada no cível a **sentença penal** que reconhecer ter sido o ato praticado em estado de necessidade, em legítima defesa, em estrito cumprimento de dever legal ou no exercício regular de direito.

Art. 66. Não obstante a **sentença absolutória** no juízo criminal, a ação civil poderá ser proposta quando não tiver sido, categoricamente, reconhecida a inexistência material do fato (grifei).

¹³ Art. 67. **Não impedirão** igualmente a propositura da ação civil: I - o **despacho de arquivamento do inquérito** ou das peças de informação; (...) (grifei).

¹⁴ No voto da Diretora Relatora no âmbito do já citado PAS CVM nº RJ2002/2941 são citadas três decisões judiciais nesse mesmo sentido: STF, MS nº 21.545/SP, Rel. Min. Moreira Alves, Pleno, DJ 02.04.1993, p. 5.619, e TRF-5ª Região, Segunda Turma, REO nº 51464-CE, Rel. Juiz José Delgado, DJ 01.12.1995, p. 83.820.

¹⁵ STJ, Primeira Turma. AgInt no REsp nº 1375858 SC 2013/0083973-4, Rel. Min. Regina Helena Costa, j. em 16.05.2017, DJe 02.06.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

ADMINISTRATIVA. INDEPENDÊNCIA DAS INSTÂNCIAS. INCIDÊNCIA DA SÚMULA N. 83/STJ. ARGUMENTOS INSUFICIENTES PARA DESCONSTITUIR A DECISÃO ATACADA.

.....
II – **É pacífico o entendimento no Superior Tribunal de Justiça** segundo o qual as **instâncias penal, civil e administrativa são independentes e autônomas entre si**. Em razão disso, **a repercussão da absolvição criminal nas instâncias civil e administrativa somente ocorre quando a sentença, proferida no Juízo criminal, nega a existência do fato ou afasta sua autoria, o que não ocorreu na espécie.** (grifos aditados)

12. Pelo exposto, voto pelo não acolhimento da preliminar suscitada.

III. MÉRITO

O ilícito de Insider Trading

13. Antes de abordar as particularidades do caso concreto, cabe recapitular brevemente os elementos que caracterizam o ilícito administrativo de *insider trading* e, em especial, as diferentes presunções relativas que podem pesar sobre os chamados *insiders* primários, que são aqueles que têm acesso direto à informação privilegiada¹⁶, com destaque para aquelas estabelecidas no *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002, diante dos questionamentos da defesa acerca do enquadramento da conduta do Acusado proposto pela SEP.

14. A redação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 revela o comportamento exigido dos administradores de companhia aberta com relação às informações relevantes e não públicas da companhia, o que foi posteriormente estendido para qualquer pessoa que tenha acesso a tais informações¹⁷. Deles se exige que se abstenham de negociar com valores mobiliários da companhia enquanto não divulgada ao mercado a informação relevante.

15. Evita-se, assim, a ocorrência de negociação de valores mobiliários em situação de acentuada assimetria informacional, seja por equalizar as informações disponíveis, seja pela não realização do negócio.

¹⁶ O art. 13 da ICVM nº 358/2002 estabelece um rol de *insiders* primários: “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”. Ainda na categoria de *insider* primário são incluídas também outras pessoas com acesso direto à informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de Informação Privilegiada. Nos termos do §1º do referido art. 13 são referidos os que têm relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição.

¹⁷ Art. 155 (...) § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

16. Consoante entendimento reiterado em diversos precedentes deste Colegiado¹⁸, a caracterização da infração por *insider trading* na esfera administrativa se compõe por quatro elementos: (i) a existência de uma informação relevante, ainda não divulgada ao mercado; (ii) o acesso do acusado à tal informação; (iii) a utilização da informação em negociação de valores mobiliários; e (iv) com a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros. Diante da dificuldade probatória inerente à natureza da infração, optou-se pela adoção de um sistema de presunções relativas, cuja incidência varia de acordo com o tipo de *insider* (primário ou secundário) e as circunstâncias.

17. Embora a ICVM nº 358/2002 não estabeleça de modo expreso presunções propriamente ditas e sim elenque uma série de vedações à negociação em circunstâncias que, potencialmente, podem envolver o uso de Informação Privilegiada, a CVM progressivamente consolidou entendimento de que tais vedações devem ser interpretadas como presunções relativas, ou seja, que admitem prova em contrário.

18. Nesse sentido, no caput do art. 13 da ICVM nº 358/2002 encontram-se presunções relativas aplicáveis aos *insiders* primários, quais sejam: (i) que têm acesso a todas as informações relevantes da Companhia (**presunção de acesso**); e (ii) que, quando negociam valores mobiliários antes da divulgação das referidas informações, delas se utilizam com o intuito de obter vantagem para si ou para *outrem* (**presunção de uso**)¹⁹.

19. O referido art. 13 vai além, estendendo as vedações aos *insiders* secundários (§1º) e aos administradores que deixam a companhia (§2º), bem como trata de situações nas quais ordinariamente são produzidas informações relevantes, que não são imediatamente publicadas, como as reorganizações societárias (§3º, I) e quando das aquisições das ações de emissão da companhia pela própria companhia ou por partes relacionadas (§3º, II).

20. Por fim, o §4º do art. 13 trata especificamente de operações pelos *insiders* primários com ações de emissão da companhia realizadas no período de quinze dias que antecede a divulgação de ITRs e de demonstrações financeiras (“DFs”).

¹⁸ Por exemplo, PAS CVM nº RJ2015/9443, j. 04.06.2019; PAS CVM nº 26/2010, j. 27.11.2018; PAS CVM nº RJ2015/13651, j. 20.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/3401, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2016/5039, j. 26.09.2017; PAS CVM nº RJ2014/3225, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/2714, j. 07.10.2014; PAS CVM nº 13/09, j. 13.12.2011; PAS CVM nº 15/04, j. 07.07.2009; PAS CVM nº 24/05, j. 07.10.2008; PAS CVM nº 04/2004, j. 28.06.2006; e PAS CVM nº 17/2002, j. 25.10.2005.

¹⁹ Como assentado no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5039 em 26.09.2017, de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

21. A possibilidade de configuração de vedação autônoma na previsão contida no §4º do art. 13 é questão controvertida no âmbito deste Colegiado²⁰ e não determinante para o deslinde do presente caso, já que a imputação feita ao Acusado é de infração ao *caput* do art. 13. De todo modo, prevalece o reconhecimento pelo Colegiado de que a elaboração de DFs e de ITRs constitui evento rotineiro, que ocorre em períodos pré-estabelecidos, nos quais são compiladas informações que, em geral, podem ser consideradas relevantes, capazes de influir na decisão de investimento e desinvestimento dos investidores e na cotação dos papéis²¹.

22. No caso concreto, importa enfrentar, inicialmente, os questionamentos levantados ao longo da peça de defesa acerca de um possível equívoco na capitulação feita pela SEP, observando-se que o Acusado se insurgiu tanto contra o enquadramento em si, feito pela Acusação no *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002, quanto com relação a aspectos procedimentais envolvendo sua definição desde a fase pré-sancionadora.

23. Carlos Tavares questionou o proceder da Acusação, que teria feito menção expressa ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/2002, em todos os ofícios enviados a ele e à Companhia, à exceção do ofício de solicitação de manifestação prévia²², por meio do qual foi requerida “informação sobre vedação de realização de operações por pessoa que tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada”, mas que, depois, sua conduta teria sido “reposicionada” pela SEP, para abarcar período anterior aos quinze dias contados da data de publicação do ITR.

24. Quanto a isso, entendo, entretanto, que não assiste razão ao Acusado.

25. Em primeiro lugar, observe-se que “*todos*” os ofícios enviados a ele e à Companhia foram apenas três. Os dois primeiros foram solicitações iniciais de informação (um para a Companhia e outro para o Acusado), nos quais o art. 13, §4º, foi mencionado, e o terceiro ofício, oportunizou ao Acusado o envio de manifestação prévia, nos termos do art. 11 da então vigente Deliberação CVM nº 538/2005, no qual não houve especificação do normativo que teria sido violado.

26. Cabe ressaltar que um processo investigativo pode ser inaugurado vislumbrando uma possível infração e, posteriormente, resultar em um PAS com capitulação diversa. Admite-se,

²⁰ Destaque para o voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no PAS CVM nº 26/2010, j. em 27.11.2018, bem como para a manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa e o voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no PAS CVM nº 2015/13561, j. em 20.02.2018.

²¹ Quanto à relevância das DFs, destaque-se a seguinte passagem do voto do Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes no âmbito do PAS CVM nº RJ 2012/13047, j. 04.11.2014: “11. As demonstrações financeiras talvez sejam o documento que mais geram expectativas nos acionistas, nos demais investidores e nos agentes do mercado, pois as informações que delas constam, como receitas, despesas, nível de endividamento, resultado do exercício, valor do patrimônio, são indispensáveis para uma refletida tomada de decisão de investir.”

²² Ofício nº 187/2016/CVM/SEP/GEA-4, Doc. SEI 0152163, fls. 17-18.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

inclusive, que o Colegiado dê aos fatos definição jurídica diversa da que constou do termo de acusação, mesmo depois da apresentação das defesas²³, caso em que os acusados afetados serão intimados para aditamento das defesas, facultada a produção de novas provas. E, na verdade, cabe ressaltar que, nesse caso, a infração é a mesma – a prática de *insider trading* – tanto se enquadrada no *caput* quanto do §4º, com diferente repercussão quanto às presunções aplicáveis, como já dito.

27. No que tange à especificação de dispositivos infringidos, nas primeiras trocas de ofício entre a área técnica e os investigados, quando do início da apuração, pode ainda não ser possível precisar o enquadramento em tese das condutas infracionais. Todavia, quando a fase pré-sancionadora atinge grau de maturidade suficiente para o envio de ofícios de solicitação de manifestação prévia, é oportuno que a área técnica indique os normativos de que trata, franqueando ao investigado oportunidade para prestar seus esclarecimentos de maneira mais assertiva e fundamentada, o que poderá, a depender das circunstâncias do caso, evitar acusações infundadas ou enriquecer o contexto fático e probatório do processo sancionador. Nessa linha, destaco as ponderações apresentadas pelo Presidente Marcelo Barbosa, no julgamento do PAS CVM SEI nº 19957.006019/2018-26:

31. Nesse sentido, é importante que os ofícios encaminhados durante a fase instrutória sejam claros e específicos, proporcionando aos investigados a oportunidade de prestar seus esclarecimentos da forma mais completa possível, para que a área técnica tenha condições de formar sua convicção com base em elementos informacionais adequados. Ofícios genéricos, que não fazem a devida subsunção dos fatos sob investigação às normas potencialmente infringidas, resultam, na maioria das vezes, em respostas que não trazem os esclarecimentos necessários.²⁴

28. No caso concreto, os primeiros ofícios da SEP de solicitação de informações enviados à Companhia e ao Acusado mencionaram expressamente o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002. Entretanto, foi justamente em função da resposta recebida da Companhia que a Acusação tomou conhecimento da data em que o Acusado teve acesso à prévia do ITR (08.04.2015) e, assim, pôde fixar novo marco a partir do qual estava sujeito à proibição de negociação, que embasou o Termo de Acusação. Tal período foi mais amplo do que o período vedado previsto no referido §4º, o que, de todo modo, não implicou em qualquer prejuízo ao exercício de ampla defesa e contraditório pelo Acusado, que teve amplo e prévio acesso ao Termo de Acusação e aos autos.

29. Releva pontuar que o ofício de solicitação de manifestação prévia permitiu ao Acusado externar sua versão dos fatos, pois fez expressa menção: (i) às operações dos dias 01, 13 e

²³ Nos termos do art. 25 da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008 e do art. 47 da Instrução CVM nº 607/2019.
²⁴ j. em 01.10.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

22.04.2015; e (ii) ao acesso de Carlos Tavares, em 08.04.2015, à prévia dos resultados não auditados do primeiro trimestre, como indicado pela própria Hering, para, ao final, solicitar manifestação sobre os fatos “tendo em vista a regulamentação que veda a realização de operações por qualquer pessoa que tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada”.

30. Cabe também destacar que (i) o Acusado fez uso da faculdade de se manifestar previamente à elaboração do Termo de Acusação, bem como (ii) apresentou tempestivamente sua defesa, já considerando a imputação de responsabilidade por infração ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, constante do Termo de Acusação, que deixou bem esclarecidas as razões para a mudança de enquadramento com relação à conduta originalmente investigada²⁵.

31. A defesa também se insurgiu contra a capitulação em si, constante do Termo de Acusação, por entender que, quando a suposta Informação Privilegiada é relativa a ITRs, ainda que em prévia de resultados, a conduta do agente deve ser analisada, necessariamente, à luz do que estabelece o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/2002, ou seja, restrita ao período de quinze dias.

32. Entendo que tal argumento também não merece prosperar.

33. Trata-se de questão já enfrentada pelo Colegiado, quanto ao que destaco a seguinte passagem do voto do Diretor Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº RJ2015/13651, julgado em 20.02.2018:

23. Ressalto, por fim, inclusive para fins de orientação à área técnica para casos futuros, que a regra geral constante do *caput* do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (e do §1º, que o estende a outras pessoas) hoje captura situações onde o agente recebe uma informação privilegiada referente às demonstrações financeiras com **antecedência superior àquela estipulada no §4º**. (grifei)

34. A meu ver, inexistente óbice quanto à capitulação de infração ao *caput* do art. 13 relacionada a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, por meio do uso de Informação Privilegiada, decorrente do acesso ao conteúdo de DFs ou ITRs ainda não divulgados. Ocorre que, nesse caso, a Acusação não poderá se valer das presunções adicionais previstas no §4º do art. 13, incumbindo-lhe fazer prova da existência de informações financeiras relevantes e suficientemente maduras. Por outro lado, as operações investigadas não precisam estar circunscritas à janela temporal prevista no referido §4º.

35. Desse modo, ao imputar a Carlos Tavares infração ao *caput* do art. 13, que abrange informações relevantes de qualquer natureza, a SEP pôde incluir em sua peça acusatória também a venda realizada em **13.04.2015**, ou seja, ocorrida anteriormente ao início do período vedado de

²⁵ Doc. SEI 0152175, itens 11-13.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

que trata o §4º, não obstante, tendo de arcar com o ônus probatório de demonstrar a relevância das informações constantes do ITR, as quais, à luz do *caput* não podem ser presumidas relevantes.

36. Pelo exposto, a meu juízo, a capitulação proposta pela SEP não merece reparos.

Elementos da Infração

37. Passo então a análise dos elementos caracterizadores da infração imputada, começando com a existência de informação relevante não divulgada ao mercado e o acesso pelo Acusado.

38. Segundo a tese acusatória, com amparo em correspondências encaminhadas à CVM pela Companhia, a existência da informação pôde ser verificada a partir do dia 07.04.2015, quando a primeira prévia dos resultados foi enviada para o Diretor Financeiro e de Relação com Investidores da Hering, que, no dia seguinte (**08.04.2015**), a enviou aos demais diretores entre eles, Carlos Tavares, à época Diretor Administrativo. O ITR finalizado, com parecer assinado, foi enviado aos referidos diretores em 05.05.2015 e a aprovação pelo CA e divulgação ocorreu em **07.05.2015**.

39. Quanto à relevância da informação, a SEP reiterou sua visão de que os resultados não auditados do trimestre consistem em informação relevante, especialmente à luz dos incisos I e II do *caput* e inciso XVI do parágrafo único do art. 2º da ICVM nº 358/2002, observando que o ITR, ao trazer informações atinentes aos resultados da companhia, é documento hábil a influir na cotação das ações e nas decisões de investimento dos investidores. Note-se, entretanto, que o parágrafo único do referido art. 2º traz apenas uma lista exemplificativa de atos ou fatos potencialmente relevantes. É possível que certa informação não referida na lista seja relevante, bem como que uma informação do tipo indicado na lista não seja, de fato, relevante.

40. De todo modo, no presente caso, a meu ver, a SEP teve êxito em demonstrar a relevância do conteúdo do ITR divulgado em 07.05.2015, ao contrastá-lo com os resultados do primeiro trimestre de 2014, e salientar que a receita bruta da Companhia mostrou-se 11,1% inferior e o lucro líquido 35,7% inferior²⁶. Em reforço, a Acusação destacou o comportamento do preço das Ações no pregão de 08.05.2015, em que sofreu queda de **22,42%** em relação à cotação de encerramento do pregão do dia anterior, em sentido contrário ao Ibovespa, que subiu 0,4% naquele dia.

41. A defesa não controverteu o fato de que o Acusado teve acesso à prévia do resultado do trimestre não auditado em 07.04.2015, tampouco alegou que as informações divulgadas em 07.05.2015 fossem diversas, em alguma medida, do refletido na prévia do ITR a que o Acusado

²⁶ A SEP selecionou algumas contas extraídas do ITR relativo ao período findo em 31.03.2015 e comparou com os resultados do primeiro trimestre de 2014, em tabela que constou do Item 31 do Termo de Acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

teve acesso²⁷, restando como questões incontroversas neste PAS²⁸.

42. Pelo exposto, entendo terem restado evidenciados, neste caso, a existência e a relevância da Informação Privilegiada, bem como o acesso pelo Acusado.

43. Contudo, para concluir pela caracterização do *insider trading*, resta aferir se o Acusado teria se valido da Informação Privilegiada com a finalidade de auferir vantagem.

44. Nesse contexto, vale repisar que, por se tratar de *insider* primário, consoante o previsto na ICVM nº 358/2002, pesa contra o Acusado presunção relativa quanto ao uso com intenção de obter vantagem indevida. Nesse contexto, como muito bem ponderado pelo Presidente Marcelo Barbosa, em sua manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2015/13651, julgado em 20.02.2018:

10. De acordo com a interpretação que vem sendo observada pelo Colegiado, o regulador, ciente da frequente dificuldade de se comprovar que a decisão de negociar foi motivada pelo conhecimento de informação privilegiada, e da alta probabilidade de, dadas as circunstâncias, determinados sujeitos terem acesso a informações relevantes, estabeleceu, no art. 13, um regime de presunções segundo o qual **está autorizado a não mais do que presumir**, conforme o caso, a existência de informação privilegiada, sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida.

11. Como contrapartida a essas presunções, e ainda de acordo com o entendimento que vem prevalecendo, o **regulador admite que o sujeito acusado pela prática de *insider trading* apresente provas, ou um conjunto robusto de contraindícios, suficientes para afastar cada uma dessas presunções**, atestando a regularidade da sua conduta. Na ausência desse regime, a dificuldade de o regulador demonstrar a caracterização do uso desleal de informação privilegiada poderia até inviabilizar a punição desses ilícitos. **Utilizadas de forma prudente, as presunções podem ser instrumentos de grande valia no desempenho da atividade sancionadora da CVM, em benefício da integridade do mercado de capitais.** (grifos aditados)

45. Complemento, ainda, reproduzindo abaixo as precisas considerações feitas pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017:

14. O último elemento do tipo é a utilização da informação privilegiada na negociação com a finalidade de obter vantagem indevida. A demonstração do nexos causal entre a posse da informação privilegiada e a negociação é **um dos pontos mais tormentosos dos casos de *insider trading***. Na maior parte dos casos, **não será possível obter uma evidência documental** acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação

²⁷ Na fase pré sancionadora, o Acusado chegou a arguir que “não se tratava de fato relevante”, sem maior detalhamento, defendendo que a vedação à negociação estaria então circunscrita ao período vedado referido no §4º. Na peça acusatória, a SEP destacou a relevância das informações contidas no ITR, o que não foi contestado na defesa.

²⁸ Embora não tenha havido comparação entre os dados divulgados em 07.05.2015 e os constantes da referida prévia de ITR de 08.04.2015, não houve qualquer contestação por parte do Acusado a apontar eventuais discrepâncias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

privilegiada, para confirmar **se a sua decisão foi, efetivamente, motivada, ou influenciada, por tal informação.**

15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do *insider trading*, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida. (...)

18. Trata-se, é claro, de presunção relativa, **que pode ser afastada caso existam provas (inclusive indiciárias) em contrário.** (grifos aditados)

46. Incumbe, portanto, à defesa apresentar prova em contrário, o que, consoante jurisprudência pacífica da CVM, admite-se que também possa se dar por meio de prova indiciária. No exercício do livre convencimento motivado dos julgadores serão então sopesados indícios e contraindícios a fim de aferir se configurados os elementos do ilícito de *insider*, podendo inclusive ser afastado elemento que tenha sido presumido pela Acusação²⁹.

47. Assim, importa, no caso, analisar os argumentos de defesa e avaliar se os contraindícios apresentados pelo Acusado são convergentes e robustos, aptos a afastar ou mitigar a referida presunção de uso, a repercutir na configuração do elemento subjetivo do ilícito administrativo.

Dos argumentos e contraindícios apresentados pela Defesa

48. A defesa procurou infirmar a acusação alegando que as vendas de Ações realizadas por Carlos Tavares seriam incapazes de “*provocar qualquer tipo de impacto para o mercado ou para os investimentos, não havendo a materialidade encontrada pela Superintendência.*”³⁰.

49. Tal alegação não se sustenta. Como já há muito esclarecido, a caracterização do *insider trading* independe do impacto que as operações com o uso de Informação Privilegiada têm no valor do ativo negociado³¹. A relevância se relaciona à capacidade da informação de influenciar a cotação dos valores mobiliários³² e não ao impacto das negociações eventualmente realizadas

²⁹ Especificamente quanto ao §4º do artigo 13, vide, p. ex., PAS CVM nº RJ2014/1020, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 12.09.2017; PAS CVM nº RJ2012/13047, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 04.11.2014; PAS CVM nº RJ2012/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 20.02.2018.

³⁰ Doc. SEI 0185740, fls. 07.

³¹ Nesse sentido, destaque-se a seguinte passagem do voto do então Diretor Sérgio Weguelin no PAS CVM nº RJ2003/5669, j. em 11.07.2006: “14. Os outros argumentos fáticos apresentados (ausência de alteração da cotação ou de prejuízo aos investidores, pequeno volume da operação) não podem ser utilizados como excludente de ilicitude, vez que a figura do *insider trading* independe de alteração da cotação, da verificação de prejuízo ou do volume negociado, muito embora amiúde esses elementos sejam importantes indícios para a sua caracterização.”

³² ICVM nº 358/2002, Art. 2º: “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, (...) ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

mediante sua utilização, ainda que o volume negociado possa, a depender das circunstâncias, constituir um dos indícios ou contraindícios da posse ou do uso de informação privilegiada, a ser considerado no caso concreto.

50. Com efeito, a meu ver, o pequeno volume negociado pelo Acusado em 13 e 22 de abril não é, isoladamente, apto a descaracterizar a infração. Entretanto, cabe ainda avaliar os demais dados apontados, inclusive com amparo em elementos de prova documental que trouxe aos autos.

51. Desde os primeiros esclarecimentos prestados à SEP, o Acusado aduziu ter vendido as Ações a fim de “fazer frente a despesas de cunho pessoal” e trouxe ao processo um grande número de comprovantes de despesas relacionadas a obras em imóveis de sua titularidade³³.

52. A Acusação, por sua vez, ponderou que, com relação a pagamentos efetuados em abril de 2015, os recibos apresentados pelo próprio Acusado totalizavam montante de R\$ **269.929,05**, valor inferior aos R\$ **681.144,00** por ele obtidos com a venda de Ações, considerando não apenas as vendas realizadas nos dias 13 e 22, mas também os **R\$ 340.744,00** auferidos na primeira negociação feita em abril, quando ainda não havia tido acesso à prévia do ITR da Companhia.

53. Em sua defesa, o Acusado esclareceu que os valores provenientes das vendas de Ações foram também utilizados para honrar despesas e pagamentos suplementares relativos a imóveis adquiridos sob regime de construção por administração³⁴, conforme demandados pela construtora, que implicaram em necessidade de caixa adicional. Para evidenciá-los, trouxe aos autos extratos bancários, cópias de contratos, boletos, notas fiscais, recibos e comprovantes de pagamento³⁵.

54. É justamente à luz da documentação trazida pelo Acusado que divirjo da visão da Acusação de que os gastos pessoais apontados não consubstanciavam contraindício robusto por refletir valor muito inferior ao total da receita auferida pelo Acusado com as vendas das Ações realizadas em abril (valor superior a R\$ 600 mil). Contudo, para tanto, a Acusação considerou um total de gastos pessoais em abril inferior a R\$ 300 mil.

55. Porém, ao apresentar seus extratos bancários de março, abril e maio de 2015, bem como boletos, cheques, notas fiscais e recibos relativos a despesas pagas em abril de 2015, entre outras despesas pagas em outros meses, o Acusado deu visibilidade a movimentações financeiras que

negócios que **possa influir de modo ponderável**: (...) I - **na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados**; (...)”.

³³ Doc. SEI 0152163, fls. 22-149.

³⁴ Instrumentos Particulares de Aquisição de Cota Condominial, Construção por Administração de Edificação em Condomínio de Bem Imóvel, Contratação da Administradora e Outras Avenças, celebrados em 2009, 2010 e 2011, relativos a quatro apartamentos sendo três localizados na cidade de Blumenau e um em Balneário Camboriú, boletos, notas fiscais, comprovantes de pagamento e extratos bancários do Acusado - Doc. SEI 0185740, fls. 11-109.

³⁵ Doc. SEI 0185740, fls. 11-109.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

revelam um volume de débitos, apenas em abril de 2015, por cheques compensados, superior a R\$ 650 mil e que havia sido antecedido, em março de 2015, por um montante total de débitos por cheques compensados muito próximo ao de abril e que, em maio de 2015, voltou a se repetir em montante apenas um pouco inferior, evidenciando algumas despesas recorrentes e em montante bem mais expressivos do que o proveniente das vendas das Ações em abril de 2015³⁶.

56. Ademais, em que pese não haver uma correlação exata entre as datas de todas as notas fiscais e recibos de pagamento e os débitos relativos a todos os muitos cheques compensados³⁷, a documentação de suporte relativa aos contratos e boletos é, a meu ver, suficiente para evidenciar a natureza imobiliária da expressiva maioria das despesas pagas em abril, o que é consistente com a versão apresentada desde o início pelo Acusado de que alienou uma pequena parcela de seu patrimônio acionário para arcar com custos pessoais extraordinários decorrentes de reformas.

57. Não deixo de concordar com a Acusação quando afirma que a destinação de valores decorrentes da venda de ações para cobrir gastos pessoais comprovados não é, por si só, suficiente para descaracterizar a infração de *insider trading*. Por certo, não há qualquer permissivo a autorizar a prática ilegal. Entretanto, o que se coloca em dúvida diante de tais dados é a força da presunção relativa de uso da Informação Privilegiada com a intenção de obter vantagem indevida, necessária a configuração do dolo, elemento subjetivo essencial para configurar a referida infração.

58. Também reconheço a dificuldade prática de correlação de gastos dada a fungibilidade dos recursos financeiros e a ausência de informações sobre outras possíveis fontes de recursos do Acusado. Entendo, porém, que o material apresentado se presta a demonstrar plausibilidade do alegado como justificativa de fundamento econômico-financeiro para a realização das operações.

59. Ademais, o volume de Ações alienadas nos dias 13 e 22 de abril de 2015 representou um percentual muito pequeno das ações de emissão da Companhia (0,02%) e do total então detido pelo Acusado (1,16%) e, em termos monetários, a vantagem supostamente obtida com o alegado uso de Informação Privilegiada consistiu em evitar uma perda de R\$ 58.000,00 (cinquenta e oito mil reais), calculados com base na desvalorização de R\$ 3,00 (três reais) no preço da Ação, considerando a cotação do dia seguinte ao da divulgação do ITR com relação aos preços praticados pelo Acusado.

³⁶ Como ressaltado pela defesa, em Memorial de 10.06.2020 (Doc. SEI 1033262), o montante total de despesas refletidas nos extratos do Acusado pelos somatórios de cheques compensados nos meses de março a maio de 2015 superou R\$ 1.800 mil, enquanto o total da receita por ele auferida com a venda de Ações no período (que foram apenas as de abril) foi pouco superior a R\$ 670 mil.

³⁷ Diversos desses, inclusive, de valores não expressivos, como de praxe ocorre com relação a despesas de construção e reforma de bens imóveis.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

60. Por fim, tais contraindícios de ausência de dolo do Acusado quanto à prática de *insider trading* também se coadunam com sua alegação de que entendia não estava no “período vedado”, ainda que em entendimento claramente equivocado. Ressalte-se que, em que pese se tratar de diretor administrativo e engenheiro de formação, não há qualquer dúvida de que administradores de companhias abertas não podem se eximir do cumprimento de seus deveres fiduciários alegando desconhecimento das restrições legais e regulamentares aplicáveis.

61. Cabe salientar que, como corretamente apontado pela Acusação, a contagem do prazo do período vedado considerada pelo Acusado estava incorreta. E mais, à época já constava expressamente do Ofício Circular anual da SEP, que contém orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, a informação de que a contagem do referido prazo deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação, não restando espaço para qualquer alegação de que o entendimento da Área Técnica a respeito fosse desconhecido ou controvertido.

62. Entretanto, ainda que não se preste como justificativa para redimir o erro na contagem (que, de fato, ocorreu), corroborando a boa-fé do Acusado foi trazida aos autos mensagem eletrônica³⁸ enviada, no dia **17.04.2015**, aos administradores (entre eles, Carlos Tavares), pelo Departamento de Relações com Investidores da Companhia, informando que: (i) as informações financeiras relativas ao primeiro trimestre seriam divulgadas pela Hering em **07.05.2015** após o fechamento do mercado; e (ii) os administradores estariam impedidos de negociar ações (e outros valores mobiliários) de emissão da Companhia no período de **23.04.2015** a 07.05.2015. De todo modo, cabe repisar que Carlos Tavares não foi acusado por ter cometido erro na contagem do período vedado previsto no art. 13, §4º da ICVM nº 358/2002, até porque isso não constitui infração, mas sim pela prática de *insider trading*, o que requer a configuração de todos os elementos do tipo em questão.

63. Dito isso, também não considero que o baixo volume operado e o valor pouco expressivo da suposta perda evitada sejam argumentos suficientes para desconstruir a acusação. Entretanto, quando combinados com a comprovação de finalidade diversa a motivar a venda de ações pelo Acusado naquele período e a aparente boa-fé do Acusado quanto ao cômputo do período vedado, a meu sentir, forma-se um conjunto de contraindícios capaz de afastar a presunção relativa de que Carlos Tavares fez uso de Informação Privilegiada a fim de auferir vantagem indevida.

³⁸ Doc. SEI 0152163, fls. 22.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

64. Em outros precedentes, o Colegiado da CVM já decidiu que o percentual das ações detidas pelo acusado que foi alienado³⁹ e a comprovação da existência de despesas⁴⁰ podem ser, a depender das circunstâncias, contraindícios aptos a compor prova contrária à tese de acusação.

65. Com efeito, neste PAS, tem-se que o Acusado alienou uma parcela muito pequena das Ações que detinha de emissão da Companhia, comportamento coerente com a finalidade alegada pelo Acusado, visto que há compatibilidade de cronologia (*timing*) e volume de despesas e pagamentos por ele comprovados⁴¹.

66. Ainda que se deva reconhecer que *insiders*, por vezes, negociam deliberadamente em menores volumes do que poderiam, simplesmente em razão do receio de serem descobertos, no presente caso, o percentual de apenas 1,16% das Ações detidas, em conjunto com os demais elementos trazidos aos autos, parece ser demasiadamente reduzido para revelar o propósito de obter vantagem indevida.

67. Por fim, chama atenção que, no âmbito de outra investigação conduzida pela CVM⁴², referida nos autos pela própria defesa e que abrangeu Carlos Tavares, entre outros investigados, a SPS analisou o histórico de vendas de Ações pelo Acusado, desde o segundo semestre de 2014, e apontou para uma aceleração de vendas em abril de 2015. De todo modo, ao final, a SPS concluiu pela não responsabilização de Carlos Tavares no âmbito do referido processo, mas deixando claro que o fez (i) para evitar a configuração de *bis in idem* (tendo em vista que as vendas de 13 e 22.04 já estavam cobertas por este PAS); e (ii) porque considerou haver, quanto à venda de 01.04, proporcionalidade e compatibilidade com o valor das despesas declaradas, razão pela qual não formou convicção quanto a que ele tivesse atuado com o objetivo de evitar o prejuízo à sua carteira de Ações HGTX3, que teria advindo quando da divulgação do ITR do primeiro trimestre de 2015.

68. Mesmo que, por um lado, não se possa afirmar, categoricamente, que o Acusado não tenha tido intenção de se antecipar a um movimento de queda na cotação das Ações, previsível diante da inquestionável relevância da informação que ainda não havia sido divulgada ao mercado; por outro lado, por todas as razões já apontadas, remanesço com fundada dúvida acerca da configuração do elemento subjetivo do tipo neste caso.

³⁹ PAS CVM nº 26/2010, j. 27.11.2018, PAS CVM nº RJ2015/13651, j. 19.06.2018, PAS CVM nº RJ2012/13047, j. 04.11.2014 e PAS CVM nº RJ2003/5669, j. 11.07.2006.

⁴⁰ PAS CVM nº RJ2014/3225, j. 13.09.2016 e PAS CVM nº RJ2012/7880, j. 19.11.2013.

⁴¹ Nesse sentido, os extratos bancários colacionados aos autos pelo Acusado demonstram que, no período compreendido entre o seu conhecimento do conteúdo do ITR preliminar e a publicação do ITR definitivo, houve a emissão de um grande número de cheques, cujo valor total se aproxima do montante auferido com as alienações ora questionadas (Doc. SEI 0185740, fls. 16 e 18).

⁴² No âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 2996/2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

69. Assim, por todo o exposto, considerando o contexto fático-probatório trazido aos autos e sopesando os contraindícios analisados, não formo convicção em favor da tese acusatória, razão pela qual voto por sua absolvição, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*.

70. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de Santa Catarina, em complemento ao Ofício nº 161/2016/CVM/SGE, de 04.10.2016⁴³.

Rio de Janeiro, 16 de junho de 2020.

FLAVIA MARTINS SANT ANNA
PERLINGEIRO:01194353738
38

Assinado de forma digital por
FLAVIA MARTINS SANT ANNA
PERLINGEIRO:01194353738
Dados: 2020.06.16 16:17:18
-03'00'

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

⁴³ Doc. SEI 0170345.