



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Reg. Col. 3092/24

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

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

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

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

#### II. COMPETÊNCIA REGULATÓRIA E PERÍODO VEDADO

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;
- II - relatório da administração e demonstrações financeiras;
- III - a **compra de ações emitidas pela própria companhia** e a alienação das ações em tesouraria;
- IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;
- V - **informações** que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, **relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários** emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;
- VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;
- VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados;
- VIII - as demais matérias previstas em lei.

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

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

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

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

a) *Legalidade Questionável*

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

### III. AUSÊNCIA DE MATERIALIDADE

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Q = quantidade de Ativos emprestados

C = cotação do ativo utilizada na operação

Tx = taxa anual do contrato

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

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

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

## IV. CONCLUSÃO

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

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

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

**João Accioly**

Diretor