



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.016206/2023-85

Reg. Col. 3092/24

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

VOTO

I. OBJETO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP em face de Rafael Lucchesi, diretor sem designação específica da DASA, com o objetivo de apurar a sua responsabilidade pela suposta negociação de ações de emissão da Companhia (ticker “DASA3”) em dois períodos vedados, a saber: (i) o período iniciado em 05/03/2023 e findo em 26/04/2023, que vai do 30º (trigésimo) dia anterior ao registro e ao lançamento, pela Companhia, de oferta pública subsequente de valores mobiliários (*follow-on*), até a divulgação do seu encerramento, em infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022² (“Período Vedado da Oferta”); e (ii) o período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação, pela Companhia, do ITR1-2023, iniciado em 26/04/2023 e findo em 10/05/2023, em violação ao art. 14 da RCVM nº 44/2021³ (“Período Vedado ITR”, e em conjunto com o Período Vedado da Oferta, “Períodos Vedados”).

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (i) subscrição de 60.000 (sessenta mil) ações de emissão da Companhia, em 19/04/2023, na vigência do Período Vedado da Oferta, em razão do exercício do seu direito de prioridade no âmbito da oferta pública; e
- (ii) operações de empréstimo com ações de emissão da Companhia realizadas nos dias 20 e 26/04/2023, durante o Período Vedado da Oferta, e nos dias 27/04/2023, 02 e 03/05/2023, durante o Período Vedado ITR⁴.

3. Rafael Lucchesi não contesta a realização das operações⁵. Se insurge, porém, contra o que entende ser interpretação equivocada do art. 54 da RCVM nº 160/2022, que, segundo sustentou, “*não se aplica à subscrição na oferta que ensejou este período vedado*”⁶. Para o Acusado, “[o] *que se busca coibir com a vedação imposta pelo art. 54 da RCVM 160/22 é que os administradores interfiram na formação de preço das ofertas públicas e não proibir a sua participação em quaisquer das etapas de colocação de ações previstas no respectivo cronograma*”⁷.

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

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

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

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

⁶ Doc. 2033596, p. 13.

⁷ Doc. 2033596, p. 16.

⁸ Doc. 2033596, p. 18.

⁹ Doc. 2033596, pp. 3-4.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

II. QUESTÃO PRELIMINAR: AUSÊNCIA DE JUSTA CAUSA

6. O Acusado alega, preliminarmente, que este PAS foi instaurado sem a presença de justa causa, à revelia do que preceituam os arts. 4º e 8º, II, da RCVM 45¹⁰, pois, em síntese: (i) a subscrição de ações no âmbito da oferta pública da DASA não configuraria qualquer irregularidade; (ii) as operações de empréstimo realizadas nos Períodos Vedados teriam decorrido de erro da corretora e seriam irrelevantes, uma vez que teriam proporcionado ganhos no valor irrisório de R\$1.734,01 (mil, setecentos e trinta e quatro reais e um centavo); e (iii) “o *Defendente é réu primário e não apresenta nenhum histórico perante a CVM*”¹¹.

7. Tais argumentos, contudo, não merecem prosperar.

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

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

¹¹ Doc. nº 2033596, § 28.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

10. No presente caso, a área técnica, no exercício da sua função acusatória¹⁴, entendeu que as potenciais infrações eram relevantes o suficiente para justificarem a instauração do PAS, o que não significa dizer que, no julgamento de mérito, o Colegiado não possa sopesar os aspectos da conduta delitiva e modular no contexto da aplicação de eventuais penalidades.

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

12. Conforme já me manifestei em outras oportunidades, o instituto da autodenúncia (também denominado de denúncia espontânea) deve – tanto quanto possível – ser prestigiado pela CVM. Trata-se de comportamento que evidencia a atuação de boa-fé por parte dos agentes de mercado, que mesmo antes da existência efetiva de qualquer procedimento administrativo, investigação e/ou medida de fiscalização, confessa à CVM que praticou uma infração e/ou incorreu em alguma falha em relação a algum aspecto da Regulação do Mercado de Capitais¹⁵.

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

¹³ A despeito de toda a evolução normativa que a precedeu, apenas com a Lei nº 13.506/2017, que conferiu nova redação ao §4º do art. 9º da lei nº 6.385/1976¹³, é que houve previsão legislativa acerca da possibilidade de as áreas técnicas da CVM deixarem de instaurar processos administrativos sancionadores, quando constatadas “a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos”. A referida previsão concretiza a transposição do princípio da insignificância, original do Direito Penal, ao Direito Administrativo Sancionador aplicado pela CVM. A Instrução CVM nº 607/2019, que regulava a atividade sancionadora da CVM, apresentava disposição similar, replicada no art. 4º, I, “b”, da atual RCMV 45/2021.

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

III. MÉRITO

III.I. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE OS PERÍODOS VEDADOS

A. Período Vedado da Oferta

17. O art. 54 da RCV n° 160/2022, reproduzindo, com poucos ajustes formais, a redação anterior da Instrução CVM n° 400/2003, veda a determinadas pessoas, dentre as quais o

¹⁶ Doc. n° 1950147, §23.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

19. A negociação de ações no período vedado da oferta por pessoas vinculadas gera um perigo em abstrato, com risco de má-formação do preço do ativo ofertado publicamente, razão pela qual proíbe-se a conduta em si. Trata-se de infração de mera conduta, cuja configuração independe da quantidade de ações negociadas ou de eventual impacto efetivo na precificação do ativo, prescindindo, assim, da demonstração de prejuízo causado ou de benefício auferido¹⁷. Para a consumação do ilícito, se exige apenas a comprovação de possibilidade de dano ao bem jurídico tutelado pela norma.

20. De acordo com os precedentes¹⁸, a infração de mera conduta, tal como a vedação contida no art. 54 da RCVM nº 160/2022, não requer dolo específico do agente, ou seja, prescinde da prova de que a intenção do autor, ao negociar as ações, era a de interferir no *pricing* da oferta em curso. Basta que o agente negocie com valores mobiliários do referido emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta durante o período vedado para a ocorrência do ilícito administrativo.

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

B. Período Vedado do ITR

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

22. A nova opção regulatória afastou o regime de presunções relativas sobre o qual repousava a negociação de ações nesse período vedado¹⁹, que passou a constituir infração de mera conduta, objetiva e autônoma, dissociada da proibição geral de uso de informação privilegiada, em linha com a disciplina adotada em outras jurisdições²⁰.

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

24. Embora exista quem sustente que a CVM não teria competência regulatória para proibir negociações com valores mobiliários durante o período que antecede a divulgação de informações periódicas²¹, entendo que a questão já foi bem endereçada e refutada na Audiência Pública SDM nº 06/20, que subsidiou a RCVN nº 44/2021.

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

31. Assim, ao analisar a Lei nº 6.385/76, a CVM deve exercer suas atribuições para o fim de “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” (artigo 4º, inciso III) e “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários” (artigo 4º, inciso IV, alínea “c”), entres outras (demais incisos do artigo 4º). Como já foi bem pontuado em diversos precedentes²², **disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições**, podendo, para tanto, “definir: as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações” (artigo 18, inciso II, alínea “a”).

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

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

(...)

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

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

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

²² Nesse sentido, cito o voto do então Diretor Alessandro Broedel Lopes no âmbito do PAS nº RJ2010/4206 e o voto do então Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no PAS nº RJ2015/13651, bem como a manifestação de voto apresentada pelo então Presidente Marcelo Barbosa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

32. Em sua defesa, o Acusado argumentou que a subscrição de ações foi decorrente da sua adesão à oferta prioritária destinada aos acionistas da Companhia, nos termos do art. 53 da RCVM nº 160/22, que não restringe a participação de pessoas vinculadas. Além disso, apontou que *“a própria Oferta Pública permitia a participação de pessoas vinculadas”*²⁴ e que a possibilidade de sua participação foi previamente confirmada pelo Diretor de Relações com Investidores da Companhia, quando questionado pelo Acusado, conforme mensagem eletrônica de 13/04/2023 juntada aos autos²⁵.

²³ Doc. 1950147, p. 7.

²⁴ Doc. 2033596, p. 5.

²⁵ Doc. 2033597.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

a) a data de deliberação da oferta; e

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

(...)

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

IV – aplica-se também:

(...)

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

35. Conforme consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 02/21²⁶, que precedeu a promulgação da RCVN nº 160/2022, a vedação de que trata o art. 54 incide apenas “sobre valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável”.

36. Ao redigir a referida norma, a preocupação do regulador se concentrou no mercado secundário de valores mobiliários²⁷.

²⁶

Disponível

em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf>.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

37. Essa conclusão também se extrai da interpretação sistemática RCVM nº 160/2022.
38. Com efeito, veja-se que o inciso XVI do art. 2º da RCVM nº 160/2022 classifica “os administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor [e] do ofertante” – dentre outras pessoas – como “*peças vinculadas*”²⁸.
39. Por um lado, eventual vedação à participação dessas pessoas em ofertas públicas com as quais tenham vinculação poderia ser justificada por preocupações como o seu acesso a informações privilegiadas e a interferência em processos de precificação dos valores mobiliários ofertados²⁹, como o *bookbuilding*.
40. O próprio mercado reconhece estas questões. Há inúmeros exemplos de ofertas cujos prospectos explicitam que a participação de pessoas vinculadas em seu processo de *bookbuilding* pode impactar adversamente a formação do preço por ação.
41. Por outro lado, a referida vedação, se estabelecida de forma ampla, poderia atentar contra o direito de preferência para a subscrição de ações, que é direito essencial dos acionistas nos termos do art. 109, IV, da Lei nº 6.404/1976³⁰. Em outras palavras, por via transversa, se estaria erroneamente suprimindo o direito de preferência assegurado na lei societária, que não pode ser privado nem pelo Estatuto Social nem pela Assembleia Geral³¹.

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

43. A vedação é, no entanto, afastada nas hipóteses em que a demanda remanescente for inferior ao montante inicialmente ofertado³². Nestes casos, a colocação para pessoas vinculadas, nos termos do §3º, “fica limitada ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional, desde que preservada a colocação integral junto a pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados”.

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

45. Dentre as precauções mínimas elencadas no §5º do art. 56 da RCVM nº 160/2022³⁴, destacam-se a restrição da participação das pessoas vinculadas à parcela prioritária ou à parcela não destinada ao processo de precificação da oferta e, ainda, a exigência de que estas pessoas sejam sujeitas ao procedimento de rateio, em caso de excesso de demanda.

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

47. No caso concreto, note-se que a própria oferta pública promovida pela Companhia permitia a participação de pessoas vinculadas que fossem investidores profissionais no procedimento de *bookbuilding*³⁵, a potencial adversidade desta participação³⁶ e a subscrição de ações por pessoas vinculadas³⁷.

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

III.III. EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

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

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

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

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

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

54. Em primeiro lugar, verifico que o Acusado aderiu, de forma consciente e voluntária, ao termo de custódia remunerada, firmado em 20/04/2023, com a corretora XP³⁸, por meio do qual (i) conferiu poderes para a corretora intermediar operações de aluguel em seu nome; e (ii) disponibilizou todas as posições por ele detidas para aluguel, incluindo as ações DASA3³⁹. Nesse sentido, o “Termo de Contratação à Custódia Remunerada”⁴⁰ (“Termo de Custódia Remunerada”) prevê expressamente que:

³⁸ Doc. 2033596, p. 19.

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

⁴⁰ Doc. 2201951.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

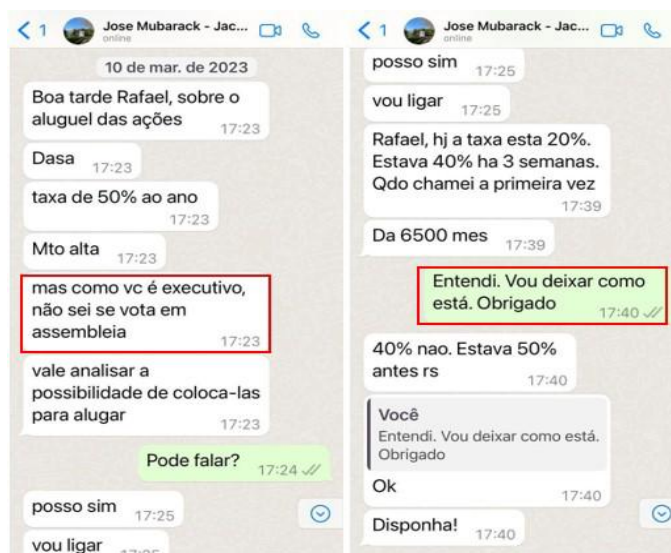
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º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

1. Objetivo: Oferecer remuneração sobre as ações e cotas de fundos de investimento listados da carteira do CLIENTE (“Ativos”), por meio do empréstimo dos Ativos para terceiros, sem impossibilitar a realização de qualquer operação com os Ativos ou seus derivativos.

2.7. Para fins de cumprimento do art. 7º, II da Resolução CVM nº 34/2021, **o CLIENTE declara estar ciente de que a assinatura do presente Termo De Adesão à Custódia Remunerada equivale à transmissão de ordem de empréstimo dos Ativos a terceiros.** (grifei)⁴¹.

55. Verifica-se, portanto, a manifestação de vontade expressa do Acusado em autorizar a corretora a realizar, em seu nome, operações de empréstimo com os seus ativos sob custódia. Sendo assim, desconstrói-se eventual controvérsia sobre ausência de poderes ou, tampouco, a sua extrapolação nas operações de empréstimo realizadas pela corretora em nome do Acusado.

56. Na tentativa de infirmar a tese acusatória, o Acusado alegou que a corretora tinha ciência da sua posição como executivo da Companhia e do seu desinteresse em disponibilizar as ações DASA3 para empréstimo. Para comprovar esta afirmação, a defesa apresentou *print* da comunicação trocada, em 10/03/2023⁴², entre Rafael Lucchesi e o assessor responsável por sua conta na corretora, por meio de aplicativo de mensagens eletrônicas:



⁴¹ É possível que eventual voto dissidente, desatento aos detalhes dos documentos constantes dos autos, não considere que o item 2.7 evidencia que a assinatura do Termo de Custódia representa a manifestação de vontade por parte do Acusado, que embora – ao que parece – não tenha tido dolo em relação às operações de empréstimo de ações durante o período vedado, certamente não teve o cautela necessária para excepcionar as ações DASA3 do escopo das operações minimamente durante os respectivos períodos vedados decorrentes das regras da CVM em relação às informações periódicas.

⁴² Doc. 2033596, p. 21.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

57. Concorde com a defesa que tais mensagens demonstram a vontade do Acusado em não alugar as ações de emissão da Companhia em 10/03/2024⁴³. Observe, entretanto, que tais mensagens são anteriores à celebração do Termo de Custódia Remunerada, realizada em 20/04/2023. Por meio da celebração do referido termo, que prevê manifestação expressa em sentido contrário àquela anteriormente proferida, o Acusado substitui e revoga a declaração de vontade anterior, autorizando expressamente a disponibilização de todas as suas posições detidas para realização de operações de aluguel.

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

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Vedado da Oferta, ou seu cancelamento⁴⁴; ou (ii) os ativos que poderiam ser objeto da operação, sendo-lhe possível excluir as ações DASA3 do escopo e/ou limitar que as mesmas não fossem objeto de operações durante os períodos vedados⁴⁵.

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

63. Por fim, observo que a referência trazida pela defesa aos processos administrativos sancionadores CVM nºs 04/2004 e 02/2010⁴⁷ tampouco é apta a embasar seus argumentos.

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

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

66. Desse modo, entendo que os elementos de autoria e materialidade foram demonstrados, restando configurada infração ao art. 54 da RCVM nº 160/2022 e ao art. 14 da RCVM nº 44/2021 pelas operações de empréstimo nos Períodos Vedados, razão pela qual voto pela condenação do Acusado.

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

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

⁴⁶ Doc. 2033596, p. 19.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

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

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

69. Passando à dosimetria da pena, considero: (i) os precedentes do Colegiado desta CVM⁴⁸; (ii) a ausência de obtenção, pelo Acusado, de vantagem econômica substancial; e, em especial, (iii) a boa-fé do Acusado, os seus bons antecedentes, a autodenúncia com a confissão das irregularidades, o desfazimento da operação em custo espaço de tempo e a prestação de informações relativas à sua materialidade (fatores previstos, originalmente, como circunstâncias atenuantes da pena-base, no art. 66, I, II e IV, da RCVM 45⁴⁹, respectivamente).

70. Assim, com base nos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, voto, com fundamento no art. 11, I, da Lei nº 6.385/1976⁵⁰, entendendo aplicável **advertência** para Rafael Lucchesi, pelas infrações ao disposto no art. 54 da RCVM nº 160/2022 e no art. 14 da RCVM nº 44/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

João Pedro Nascimento

Presidente Relator

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

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

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