



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010788/2019-18

Reg. Col. 0839/17

Acusados: Banco J. Safra S.A.; Décio Goldfarb; Safra Setorial Bancos Fundo de Investimento em Ações; Safra Small Cap Fundo de Investimento em Ações; Valmir Rendolh Celestino

Assunto: Apurar suposta utilização de informação privilegiada em negócios realizados com ações de emissão do Banco PanAmericano S.A.

Relatora: Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS (“Acusação”) em face de Banco J. Safra S.A. (“Banco Safra”), Décio Goldfarb (“Décio Goldfarb”), Safra Setorial Bancos Fundo de Investimento em Ações (“Safra Setorial”), Safra Small Cap Fundo de Investimento em Ações (“Safra Small Cap” e, em conjunto com Safra Setorial, “Fundos Safra”) e Valmir Rendolh Celestino (“Valmir Celestino”) por conta da suposta utilização de informação privilegiada em negócios com ações preferenciais de emissão do Banco PanAmericano S.A. (“Banco PanAmericano” e “BPNM4”) antes da divulgação de fato relevante (“Fato Relevante”) em 09/11/2010.

2. No Fato Relevante, a instituição informou que haviam sido identificadas inconsistências contábeis relevantes em suas demonstrações financeiras, bem como o recebimento de aporte de cerca de R\$2,5 bilhões do Fundo Garantidor de Créditos – FGC, voltado a assegurar a continuidade de suas operações¹.

¹ Doc. nº 0889174, p. 60.



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

www.cvm.gov.br

3. Tal divulgação ocorreu após um período de acompanhamento da situação econômico-financeira da instituição pelo Banco Central do Brasil – BCB. Nesse sentido, a Acusação narra que, desde 08/09/2010, o BCB havia solicitado esclarecimentos sobre divergências contábeis identificadas no banco² e, posteriormente, passou a acompanhar as tratativas voltadas à sua estabilização, incluindo as negociações com o FGC e a assinatura de Termo de Comparecimento DESUP/GTSP4-2010/0003³ (“Termo de Comparecimento”) em 04/11/2010, que formalizou o plano de regularização do Banco PanAmericano e os compromissos assumidos pela instituição perante o FGC.

4. Nos dias anteriores à divulgação do Fato Relevante, BPNM4 apresentou comportamento atípico em relação ao seu padrão histórico de negociação, com variações relevantes de preço e volume – tendo acumulado, entre 13/10/2010 e 09/11/2010 (data na qual o Fato Relevante foi divulgado após o fim do pregão), queda de 24,9% (de R\$9,01 para R\$6,77), enquanto o Ibovespa permaneceu praticamente estável⁴.

5. Com base nisso, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI instaurou o Processo CVM nº RJ2010/16.673, em que analisou, dentre outros elementos, o momento das operações em relação ao fluxo informacional disponível à época, o volume de ações negociado, o histórico de atuação dos investidores selecionados e a eventual existência de vínculos entre participantes do mercado e pessoas potencialmente detentoras de informação privilegiada.

6. Com base em tais apurações, a área técnica elaborou o Relatório de Análise GMA-1 nº 12/2011⁵ e, posteriormente, formulou acusação em face de R.P., à época diretor superintendente do Banco PanAmericano, dando origem ao PAS CVM nº RJ2012/7880, julgado em 2013⁶.

² Doc. nº 0889164, p. 77.

³ Doc. nº 0889169, pp. 69-73.

⁴ Doc. nº 0889165, p. 3 e Doc. nº 0889174, p. 62.

⁵ Doc. nº 0889164, p. 3.

⁶ PAS CVM nº 2012/7880, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 19/11/2013.



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

www.cvm.gov.br

7. Em relação aos demais investigados, a SMI entendeu ser necessário aprofundar as apurações e propôs, com fundamento no art. 2º, §1º, da Deliberação CVM nº 538/2008⁷, a abertura de inquérito administrativo. Para tanto, o Superintendente Geral instaurou o Inquérito Administrativo CVM nº 02/2015⁸.

8. Ao término das investigações, a SPS, em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM, elaborou o relatório do inquérito administrativo⁹ (“Peça de Acusação”), no qual imputou aos acusados a utilização de informação privilegiada em negócios com BPNM⁴ antes da divulgação do Fato Relevante, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976¹⁰ c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002¹¹.

9. Enquanto Décio Goldfarb e os Fundos Safra foram acusados por terem operado com os papéis, tanto o Banco J. Safra S.A., sucessor por incorporação do Banco Safra BSI S.A., gestora dos Fundos Safra à época dos fatos, quanto Valmir Celestino, então superintendente da instituição incorporada, foram acusados por terem supostamente atuado em benefício dos fundos. Para a Acusação, Valmir Celestino seria o responsável pela gestão das carteiras dos Fundos Safra e, conseqüentemente, pelas operações realizadas para ambos.

⁷ Art. 2º [...] §1º Caberá à Superintendência cuja área de atuação seja afeta aos indícios de irregularidade a serem apurados apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida ao Superintendente Geral.

⁸ Portaria/CVM/SGE/nº 76/2015 (doc. nº 0889164, p. 2).

⁹ Doc. nº 0889174, pp. 59-105.

¹⁰ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] § 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.

¹¹ Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.



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

www.cvm.gov.br

II. ACUSAÇÃO

Décio Goldfarb

10. Entre 10 e 18/08/2009, Décio Goldfarb adquiriu 210.000 ações BPNM4 ao custo médio de R\$6,16 por ação e, em 20/05/2010, comprou outras 10.400 ações ao custo médio de R\$7,79, tornando-se de titular de 220.400 ações. Após manter essa posição praticamente inalterada, em 08/11/2010, ele alienou 220.000 ações ao preço médio de R\$7,36 e, no dia seguinte, as 400 ações remanescentes a R\$6,98 por ação, auferindo, no total, R\$1.622.922,00. Segundo a SPS, se as vendas tivessem ocorrido na abertura do pregão de 10/11/2010, após a divulgação do Fato Relevante, o acusado teria recebido R\$505.494,00 a menos.

11. Para a SPS, o acusado teria vínculos pessoais com pessoas relacionadas ao Banco PanAmericano e ao Banco Safra, que explicariam a transmissão da informação privilegiada até ele. De um lado, destacou sua relação com Senhor Abravanel, então controlador do Banco PanAmericano e do Grupo Silvio Santos, em razão da atuação de ambos em entidades beneficentes, notadamente na estrutura de governança da Associação de Assistência à Criança Deficiente – AACD, na qual Décio Goldfarb era, à época, vice-presidente e conselheiro, bem como na realização do Teleton, maratona televisiva concebida para captar recursos para a AACD, patrocinada pelo Grupo Silvio Santos.

12. Já em relação à gestora dos Fundos Safra, a área técnica chamou atenção para o relacionamento do acusado com Moise Safra, apontado como então controlador do Banco Safra BSI S.A., em entidades beneficentes, tendo em vista a posição supostamente ocupada por A.C., então sócio da JS Administração de Recursos S.A. (administradora dos Fundos Safra), diretor da J. Safra Corretora de Valores e Câmbio Ltda. e do Banco Safra BSI S.A., no FGC. Segundo a Acusação, ele seria conselheiro efetivo do conselho fiscal do fundo garantidor e, nessa função, teria participado do processo deliberativo acerca do aporte no Banco PanAmericano. A SPS também chamou atenção para o fato de Décio Goldfarb ter operado com BPNM4 por meio da mesma corretora utilizada pelos Fundos Safra.

13. Instado a justificar as operações, Décio Goldfarb afirmou à SMI, em síntese, que sua decisão de desinvestimento teria sido motivada: (i) por relatórios de análise divulgados em agosto e outubro de 2010, que indicariam maior expectativa de retorno para ações de bancos



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

www.cvm.gov.br

de grande porte, em detrimento das instituições de pequeno e médio porte; **(ii)** pelos resultados do segundo trimestre de 2010 do Banco PanAmericano, que registrara prejuízo de R\$20,9 milhões; **(iii)** pela trajetória de desvalorização BPNM4, especialmente a partir de outubro de 2010; e **(iv)** pelo fato de que, no início de novembro, a queda do papel já superava a observada em outras ações do setor financeiro integrantes de sua carteira, atingindo patamar que considerava excessivamente baixo – nesse sentido, ele referiu a situação comparativamente mais favorável dos papéis de B.S. S.A. e B.D. S.A., o que justificaria a manutenção desses ativos por período um pouco mais longo.

14. A Acusação entendeu que as justificativas apresentadas por Décio Goldfarb no âmbito do processo de origem não afastariam a atipicidade das operações.

15. Em primeiro lugar, o comportamento do acusado não seria consistente com as recomendações dos relatórios de análise divulgados em agosto e outubro de 2010, uma vez que os recursos obtidos com a alienação das ações de bancos de pequeno e médio porte não teriam sido direcionados à aquisição de papéis de instituições de grande porte na proporção que seria esperada caso aqueles documentos efetivamente orientassem suas decisões de investimento. Nesse sentido, a área técnica teria identificado apenas dois exemplos de movimentações envolvendo ações de bancos de grande porte:

- i) em 13/08/2010, 12 dias após a publicação do primeiro relatório, o acusado comprou 30.000 BBAS3, das quais 12.200 foram alienadas 20 dias depois, em 03/09/2010, em sentido contrário à perspectiva de maior retorno para esse segmento indicada no relatório; e
- ii) em 05/10/2010, comprou 105.900 BBDC3, o que não teria representado aumento de exposição a bancos de grande porte, mas simples substituição de ativos, pois, no mesmo pregão, alienou 69.900 ITUB4 por valor praticamente idêntico, além de ter vendido 4.800 BBDC4 em 03/09/2010, cerca de um mês após o primeiro relatório.

16. Em segundo lugar, a Acusação considerou que nem os resultados do segundo trimestre de 2010 do Banco PanAmericano, nem o relatório de análise de 26/10/2010, explicariam satisfatoriamente as vendas realizadas em novembro. De um lado, os resultados haviam sido divulgados em 13/08/2010, quase três meses antes das operações. De outro, o relatório de



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

www.cvm.gov.br

outubro de 2010 não teria revelado fato novo, mas apenas reunido e interpretado informações anteriormente disponíveis e não haveria provas de que, à época, teria sido o fator desencadeador da decisão de venda.

17. Para a área técnica, a trajetória de queda de BPNM4 também não explicaria o momento das vendas. Embora o papel viesse se desvalorizando desde agosto de 2010 – quando, no fechamento de 02/08/2010, estava cotado a R\$9,15 –, o acusado somente passou a alienar sua posição em 08/11/2010, véspera da divulgação do Fato Relevante, quando a cotação já havia sofrido queda relevante em relação à máxima de fechamento observada em outubro – R\$9,01 em 13/10/2010. Ademais, como a desvalorização do papel se deu de forma gradual (17,05% entre 02/08 e 05/11/2010), e não abrupta, a área técnica considerou pouco plausível que o acusado tenha reagido a uma tendência já observável havia meses somente às vésperas do Fato Relevante.

18. A Acusação também aponta para a atipicidade da alienação de BPNM4 pelo acusado praticamente em um único dia. Embora BPNM4 representasse aproximadamente 60% de sua exposição a bancos de pequeno e médio porte, este foi o único ativo cuja posição se encerrou em bloco, ao passo que as posições detidas em B.S. S.A. e B.D. S.A., foram reduzidas de forma gradual, ao longo de nove e cinco pregões, respectivamente. Essa assimetria, além disso, contrariaria a alegação do acusado de que costumava desfazer-se de suas posições de uma só vez – comportamento que, na prática, somente teria se verificado quanto a BPNM4.

19. Ainda a esse respeito, a justificativa de que a venda concentrada de BPNM4, em contraposição à venda das posições em B.S. S.A. e B.D. S.A., teria decorrido da maior liquidez do ativo tampouco encontraria respaldo, pois haveria liquidez suficiente para alienar as posições nos demais papéis em número reduzido de pregões.

20. Além disso, a SPS chamou atenção para o fato de que as ordens de venda de BPNM4 em 08 e 09/11/2010 foram transmitidas pelo próprio Décio Goldfarb, em contraste com o padrão identificado em amostra de 17 ordens emitidas entre 08/09/2010 e 23/12/2010 – dessas, 16 (94,12% da amostra) haviam sido transmitidas por R.G., filho do acusado.

21. Diante desse conjunto de elementos, a Acusação concluiu que as vendas de BPNM4 realizadas por Décio Goldfarb em 08 e 09/11/2010 teriam sido motivadas pelo conhecimento



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

www.cvm.gov.br

de informação privilegiada. Para a área técnica, as justificativas apresentadas pelo acusado não explicariam o motivo pelo qual, embora já dispusesse, desde agosto de 2010, das informações públicas por ele invocadas, Décio Goldfarb teria aguardado até a véspera do Fato Relevante para alienar praticamente toda a sua posição no ativo.

Fundos Safra, Banco Safra e Valmir Celestino

22. No que concerne aos demais acusados – os Fundos Safra, o Banco Safra e Valmir Celestino –, a tese acusatória se baseia na alienação, pelos Fundos Safra, de suas posições em BPNM4 entre 04 e 09/11/2010, antes da divulgação do Fato Relevante, com concentração, nesses quatro pregões, da maior parte das vendas realizadas no ano. A esse respeito, a SPS destaca a coincidência temporal entre tais operações e dois marcos do processo de socorro financeiro do Banco PanAmericano: (i) a assinatura do Termo de Comparecimento, em 04/11/2010; e (ii) a divulgação do Fato Relevante, em 09/11/2010.

23. Quanto ao fluxo da informação privilegiada, a Acusação apontou para a atuação de A.C., que ocuparia o cargo de conselheiro efetivo do conselho fiscal do FGC e teria participado do processo deliberativo que resultou no aporte do fundo garantidor no Banco PanAmericano.

24. Em 30/12/2009, o Safra Setorial detinha 1.009.300 BPNM4; em janeiro e fevereiro de 2010, adquiriu mais 683.500 ações, alcançando 1.692.800 ações. Entre março e maio, vendeu 594.500 ações, tendo 1.098.300 ações remanescido na carteira do fundo. Em 09/09/2010, vendeu 51.300 ações e, a partir de 04/11/2010, toda a posição remanescente de 1.047.000 ações. O volume das vendas desses últimos pregões representou 61,4% das ações alienadas no ano, com média de 259.875 ações por pregão, contra média de 49.677 ações nos treze pregões anteriores, o que, para a área técnica, demonstraria a “inequívoca atipicidade” das vendas realizadas em novembro. Caso a posição do fundo somente tivesse sido encerrada após a divulgação do Fato Relevante, o veículo teria recebido R\$2.584.477,62 a menos.

25. Quanto ao fundo Safra Small Cap, a Acusação apontou dinâmica semelhante. O veículo iniciou 2010 sem ações BPNM4 em carteira, adquiriu 951.000 ações em janeiro e fevereiro e, a partir de abril, passou a reduzir sua posição, concentrando 62% das vendas do ativo nos quatro pregões anteriores à divulgação do Fato Relevante, zerando a posição em



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

www.cvm.gov.br

09/11/2010. Com isso, para a SPS, o Safra Small Cap teria reduzido seu prejuízo em R\$1.461.281,61, ao passo que o prejuízo total nas operações com BPNM4 alcançou R\$3.791.887,94.

26. A Acusação entende que a atuação conjunta dos Fundos Safra não seria usual. A simultaneidade das vendas de BPNM4 nos pregões de novembro constituiria exceção ao padrão observado em 2010, vez que, ao longo daquele ano, antes disso, operações simultâneas teriam ocorrido apenas nas compras de 11/01 e nas vendas de 14 e 20/05/2010.

27. Em resposta a argumentos apresentados pelos acusados no decorrer das apurações a respeito das operações, a SPS manifestou-se no sentido de que:

- i) a alegação de que os Fundos Safra estariam executando uma estratégia de desinvestimento em bancos de pequeno e médio porte desde abril de 2010, seria contrariada por aquisições posteriores de papéis do mesmo segmento, como a compra de ações BRSR6 pelo Safra Small Cap e de ações ABCB4 pelo Safra Setorial;
- ii) as vendas de BPNM4 em novembro de 2010 não seriam justificadas pelas demonstrações financeiras do 2º trimestre de 2010 do Banco PanAmericano, que foram divulgadas em 13/08/2010, quase três meses antes;
- iii) o relatório de análise de outra instituição financeira, datado de 27/09/2010, também não explicaria a conduta, uma vez que os fundos teriam priorizado a venda de outros ativos com recomendações mais favoráveis, desfazendo-se das ações do Banco PanAmericano apenas posteriormente, com aceleração das alienações nos pregões que antecederam o Fato Relevante; e
- iv) a alegada preocupação com a baixa liquidez das ações do Banco PanAmericano, invocada por Valmir Celestino em depoimento, seria infirmada pelas próprias operações. Isso porque, em determinados pregões, as vendas dos fundos representariam parcela relevante do volume diário negociado de BPNM4, o que afastaria a tese de que a liquidez existente recomendaria maior cautela, pois, nesse caso, seria esperado que as vendas fossem diluídas em um maior número de pregões, e não concentradas em poucos dias de novembro.



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

www.cvm.gov.br

28. Ainda, em relação a Valmir Celestino, a Acusação sustenta que ele teria sido indicado pelo próprio Banco Safra como o superintendente responsável pelas decisões de investimento dos Fundos Safra à época dos fatos analisados neste PAS. Embora ele tenha afirmado que tais decisões seriam tomadas de forma colegiada, a SPS registrou que os demais integrantes da equipe atribuíram a ele a decisão final sobre o que comprar ou vender, em que momento e em que quantidade. Além disso, as justificativas para as vendas de BPNM4 datariam apenas de 2013, sem participação direta de Valmir Celestino e sem documentação contemporânea das reuniões em que tais decisões teriam sido alegadamente tomadas. Diante disso, concluiu que ele deveria responder pela infração na qualidade de responsável direto pela tomada das referidas decisões de investimento.

III. RAZÕES DE DEFESA

29. Os acusados foram regularmente citados¹² e apresentaram suas razões de defesa tempestivamente.

30. Em sede preliminar, a defesa de Décio Goldfarb sustenta que a Peça de Acusação: **(i)** conteria erros materiais em suas premissas fáticas, especialmente quanto ao momento em que ele teria decidido alienar as ações de emissão do Banco PanAmericano e à caracterização de seus supostos vínculos pessoais e profissionais com pessoas que teriam acesso à informação privilegiada; e **(ii)** não teria individualizado adequadamente sua conduta nem demonstrado, de forma suficiente, a materialidade da infração e o efetivo uso de informação privilegiada.

31. No mérito, Décio Goldfarb alega, em síntese, que:

- i) a decisão de desinvestimento em BPNM4 teria sido tomada após período de análise razoável das demonstrações financeiras do Banco PanAmericano e do histórico de cotações do ativo (cerca de duas semanas), após a emissão de relatório de análise datado de 26/10/2010, tendo a execução das ordens sido condicionada à liquidez do papel, o que teria impedido a alienação integral da posição em um único pregão, resultando na realização de vendas sucessivas;

¹² Doc. nº 0889174, pp. 113-117.



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

www.cvm.gov.br

- ii) a Acusação não teria demonstrado a existência de cadeia informacional que permitisse concluir pelo acesso do acusado a informação relevante ainda não divulgada, sendo indevida a imputação baseada em presunções decorrentes de alegados vínculos pessoais ou profissionais com terceiros supostamente detentores da informação privilegiada, vínculos esses que não existiriam ou seriam remotos e irrelevantes;
- iii) não haveria comprovação de vínculos relevantes com quaisquer pessoas que tivessem acesso à informação privilegiada, sendo insuficiente, para a configuração do ilícito, a mera existência de relações sociais pretéritas ou indiretas, uma vez que o contato com Senhor Abravanel se restringira à criação do Teleton, em meados de 1997, sem qualquer relação posterior, e que jamais mantivera relação efetiva com Moise Safra;
- iv) inexistiriam elementos aptos a caracterizar a figura do *insider trading*, uma vez que não restou comprovado o efetivo acesso à informação privilegiada ou a sua utilização, sendo indispensável, para a configuração do ilícito, a demonstração concreta do nexo entre a informação e a decisão de investimento, o que não teria ocorrido no caso;
- v) a decisão de alienar BPNM4 teria sido pautada em critérios técnicos e informações públicas, incluindo relatórios de análise, comparação com instituições financeiras de porte semelhante, análise das demonstrações financeiras do emissor e identificação de sinais negativos, como aumento de provisões, inconsistências contábeis e queda acentuada das cotações, fatores que teriam tornado o investimento menos atrativo;
- vi) as operações realizadas seriam compatíveis com o perfil de investimento do acusado, que, como investidor pessoa física, não estaria vinculado a estratégias rígidas de alocação, sendo comum a decisão de desinvestimento integral em determinados ativos quando identificada perda de atratividade, como demonstrado por histórico de vendas totais de diversas outras ações em momentos anteriores;
- vii) a alegação de atipicidade da operação não se sustentaria, uma vez que: (a) o acusado não teria se desfeito de sua posição em BPNM4 de uma só vez, mas em dois pregões (220.000 ações em 08/11/2010 e 400 ações em 09/11/2010), em razão da liquidez do papel; e (b) ainda que a alienação tivesse ocorrido em pregão único, tal conduta seria recorrente e habitual, e não um desvio de padrão indicativo de uso de informação



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

www.cvm.gov.br

- privilegiada, já que, em inúmeras oportunidades, liquidava integralmente a totalidade de sua posição em determinado ativo em um só pregão, quando, a seu ver, o investimento deixava de ser atrativo, o que seria corroborado por uma amostra de vinte e seis operações de venda de toda a posição em determinados ativos em um só pregão;
- viii) a utilização de indícios pela Acusação seria inadequada, por não formar um conjunto probatório convergente e consistente, sendo vedada a condenação com base em meras presunções ou probabilidades, especialmente em processos sancionadores;
- ix) inexistiria motivação econômica para a prática do ilícito, tendo em vista que o volume financeiro envolvido nas operações seria irrisório em comparação com o patrimônio total do acusado, o que afastaria a plausibilidade de que este assumisse riscos reputacionais elevados para obter ganho marginal; e
- x) caso tivesse efetivamente acesso à informação privilegiada, o acusado teria adotado comportamento distinto, realizando a alienação de sua posição em momento anterior e de forma mais eficiente, o que não ocorreu, reforçando a tese de ausência de conhecimento prévio dos fatos relevantes.
32. Por sua vez, os Fundos Safra, em conjunto¹³, o Banco Safra¹⁴ e Valmir Celestino¹⁵ apresentaram defesas substancialmente convergentes, com a reprodução, em grande medida, dos mesmos fundamentos e conclusões, tendo sido representados pelos mesmos procuradores.
33. Em sede preliminar, a defesa de Valmir Celestino, em particular, arguiu a prescrição da pretensão punitiva sob a alegação de que o prazo prescricional teria se iniciado em 09/11/2010 e se encerrado em 09/11/2015, sem a ocorrência de qualquer causa interruptiva prevista no art. 2º da Lei nº 9.873/1999, o que, segundo a defesa, só teria se verificado no dia seguinte ao fim do prazo, em 10/11/2015, quando ele teria tomado conhecimento da existência das investigações que resultaram neste PAS.

¹³ Doc. nº 0889178, p. 2.

¹⁴ Doc. nº 0889174, p. 156.

¹⁵ Doc. nº 0889176, p. 2.



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

www.cvm.gov.br

34. Os Fundos Safra, por sua vez, suscitaram preliminar de ilegitimidade passiva, sob os seguintes argumentos:

- i) por não serem dotados de personalidade jurídica, careceriam de capacidade processual para figurar no polo passivo do processo sancionador;
- ii) ainda que assim não se entendesse, os fundos não poderiam ser responsabilizados, pois os cotistas não detêm qualquer ingerência sobre a gestão da carteira – atividade exercida com exclusividade por administrador e gestor profissionais –, de sorte que a punição do próprio fundo destoaria da lógica das sanções administrativas, que devem recair sobre quem efetivamente decidiu e operou;
- iii) eventual sanção pecuniária imposta aos fundos atingiria seus cotistas atuais, muitos dos quais sequer eram investidores à época dos fatos e não participaram das operações investigadas; e
- iv) há precedente do Colegiado no qual se afastou a sanção de fundos de investimento, atribuindo-se a responsabilidade pelo ilícito às pessoas responsáveis pela decisão de investimento, e não aos fundos ou a seus cotistas.

35. No mérito, em síntese, as defesas alegam que dois dos quatro elementos necessários para a caracterização do *insider trading*, o efetivo acesso à informação privilegiada ou conhecimento pelo agente e a negociação motivada por essa informação, não teriam restado configurados.

36. Quanto ao acesso à informação privilegiada, os acusados sustentam que a Acusação teria se equivocado ao presumir que A.C. teria tido acesso à informação antes da divulgação do Fato Relevante e a transmitido, por meio de M.A., para Valmir Celestino e sua equipe, uma vez que:

- i) ao contrário do que alegou a SPS, A.C. não seria conselheiro fiscal efetivo do FGC, tendo sido eleito suplente em 24/04/2009 e recusado sua efetivação em 19/05/2011, o que foi consignado pelo próprio FGC, em carta datada de 31/08/2017, e declarado pelo próprio acusado e por terceiros;
- ii) ao contrário do que supôs a Acusação, o conselho fiscal do FGC não teria tido acesso prévio às tratativas, e as reuniões realizadas a esse respeito foram convocadas e



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

www.cvm.gov.br

realizadas apenas após a divulgação do Fato Relevante, com caráter meramente informativo; e

- iii) não teria restado demonstrado qualquer vínculo entre A.C. e Valmir Celestino ou sua equipe, que sequer se conheciam, tampouco fluxo informacional entre eles, inclusive porque existiria uma segregação informacional entre A.C., então diretor do Banco Safra BSI S.A.¹⁶, e a equipe de Valmir Celestino, com separação física entre as áreas, localizadas em endereços distintos.

37. Quanto à realização das operações e ao elemento da utilização de informação privilegiada, as defesas alegaram que:

- i) as vendas de BPNM4 teriam integrado estratégia de desinvestimento em bancos de pequeno e médio porte, iniciada em 28/04/2010 e concluída em 09/11/2010, fundada exclusivamente em informações públicas, entre as quais se destacam os resultados do 2º ITR/2010 do Banco PanAmericano, a deterioração de indicadores como ROE, o aumento da provisão para devedores duvidosos, relatórios de *research* com recomendações desfavoráveis e a percepção de maior risco sistêmico;
- ii) seria equivocada a adoção do Termo de Comparecimento como marco temporal relevante, apesar de as tratativas já estarem em curso havia cerca de um mês, uma vez que, caso os acusados detivessem informação privilegiada, seria esperado que os Fundos Safra tivessem vendido as ações em momento anterior, quando o papel ainda era negociado a preços superiores, e não entre 04 e 09/11/2010, período em que as ações já acumulavam queda relevante – o próprio Relatório de Análise GMA-1 nº 12/2011 teria reconhecido a desvalorização expressiva de BPNM4 antes da divulgação do Fato Relevante;
- iii) a concentração das vendas em poucos pregões, apontada pela Acusação como elemento suspeito, refletiria o padrão usual de atuação dos Fundos Safra em ativos de baixa liquidez, a exemplo do que teria ocorrido com negócios do Safra Setorial de outubro de 2010 envolvendo ações de outra instituição financeira, também

¹⁶ Doc. nº 0889172, p. 163.



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

www.cvm.gov.br

concentrada em número reduzido de pregões, sem que tal comportamento tivesse sido associado a qualquer irregularidade;

- iv) em 04/11/2010, os sistemas internos dos Fundos Safra teriam passado a refletir a vedação de investimento em companhias listadas no Nível 1 da BM&FBOVESPA, nos termos do art. 53, inciso VII, da Resolução CMN nº 3.792/2009; como o Banco PanAmericano se enquadraria nessa hipótese, tal parametrização teria motivado a liquidação célere da posição remanescente;
- v) as decisões de investimento dos Fundos Safra decorreriam de processo colegiado, composto por comitês mensais e reuniões diárias e semanais de analistas, sem obrigatoriedade de formalização em ata; e
- vi) não haveria que se falar em benefício econômico direto ao gestor, uma vez que os Fundos Safra não cobravam taxa de performance, tampouco a Acusação teria identificado qualquer beneficiário específico do suposto ilícito.

IV. ANDAMENTOS SUPERVENIENTES

38. Em 20/02/2019, Décio Goldfarb apresentou manifestação complementar¹⁷, na qual requereu sua absolvição integral e o arquivamento do PAS porque, no âmbito de procedimento criminal instaurado para apurar a eventual utilização de informação privilegiada por investidores na negociação de BPNM4¹⁸, o Juízo Federal competente, após manifestação do Ministério Público Federal – MPF, extinguiu o feito sem resolução de mérito, deixando de oferecer denúncia em face do acusado.

39. Segundo o acusado, o MPF teria pugnado pelo arquivamento do inquérito ao reconhecer a ocorrência de *bis in idem* em relação a persecução penal anterior¹⁹, no bojo da qual a suposta utilização de informação privilegiada do Banco PanAmericano já teria sido apurada, com o oferecimento de denúncia apenas contra os investidores R.P. e S.R.M.B. Por essa razão, o acusado alega que teria havido “arquivamento implícito” em relação aos demais

¹⁷ Doc. nº 0699651.

¹⁸ Inquérito Policial nº 3000.2017.003222-4.

¹⁹ Ação Penal nº 0033314-93.2014.8.26.0050.



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

www.cvm.gov.br

investigados não denunciados, decorrente da ausência de elementos suficientes de autoria e materialidade.

40. Em cumprimento a despacho do então diretor relator Henrique Machado datado de 24/09/2020, a Acusação realizou diligências complementares e se manifestou a esse respeito²⁰. Em linha com a PFE-CVM²¹, a SPS consignou que o arquivamento do inquérito policial não teria sido motivado pela inexistência do fato ou pela ausência de autoria, mas pelo reconhecimento, na esfera criminal, de litispendência, questão estritamente processual que, à luz da independência entre as esferas administrativa e criminal consagrada no art. 7º da Lei nº 13.869/2019, seria indiferente para os fins do PAS. Tampouco haveria *bis in idem* entre este processo e o PAS CVM nº RJ2012/7880, no qual Décio Goldfarb jamais figurou como acusado. Embora ambos os processos partilhem o mesmo subtexto fático, as operações apuradas e os seus respectivos titulares seriam diversos.

41. Em resposta a despacho do então diretor relator de 27/10/2020²², Décio Goldfarb sustentou que a área técnica teria se limitado a questões principiológicas (independência das instâncias) e processuais (litispendência e coisa julgada), sem enfrentar o argumento efetivamente deduzido. Aduziu que, embora o arquivamento do processo criminal tenha decorrido do reconhecimento de *bis in idem*, na persecução criminal anterior, a eventual responsabilidade de Décio Goldfarb teria sido efetivamente apurada, mas as autoridades teriam concluído que apenas R.P. e S.R.M.B. deveriam ser processados. Argumentou, ainda, que, à época dos fatos (novembro de 2010), a configuração do crime de *insider trading* exigia que o agente tivesse o dever de manter sigilo sobre a informação, ao qual Décio Goldfarb não estava sujeito. Concluiu, por fim, que, embora o arquivamento do processo criminal não vincule a CVM, deveria ser ponderado como argumento adicional por ocasião do julgamento²³.

42. Já em 30/08/2023, o então diretor relator Otto Lobo determinou a realização de diligência complementar junto à BSM Supervisão de Mercados, para verificar a existência de

²⁰ Respectivamente, Memorando nº 29/2020-CVM/SPS/GPS-2 e a manifestação conclusiva da SPS de 26/10/2020, datados de 05/10/2020 e 26/10/2020 (docs. nº 1111257 e nº 1127542).

²¹ Parecer nº 00329/2020/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, de 13/10/2020 (doc. nº 1125904).

²² Doc. nº 1128114.

²³ Doc. nº 1155098.



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

www.cvm.gov.br

informações adicionais relativas às negociações com BPNM²⁴. Em resposta, a BSM informou, em 14/09/2023, que todas as informações adicionais já haviam sido encaminhadas à CVM, inexistindo novas análises ou elementos relacionados às operações investigadas²⁵.

43. Em 21/07/2026, Décio Goldfarb apresentou nova manifestação²⁶, na qual requereu o reconhecimento de prescrição intercorrente e, subsidiariamente, quinquenal, em relação ao acusado. Quanto à primeira, argumentou que, após o despacho do então diretor relator de 26/10/2020, nenhum ato de conteúdo decisório ou instrutório apto a promover o prazo trienal teria se verificado, uma vez que as movimentações posteriores teriam natureza meramente ordinatória. Também alegou que, desde sua intimação para a apresentação de defesa, em 22/06/2017, não teria sido praticado qualquer ato inequívoco de apuração capaz de interromper o prazo quinquenal.

V. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

44. Em 31/10/2017, o Diretor Henrique Machado foi designado relator do processo²⁷, que foi redistribuído em 12/01/2021, 09/03/2021, 09/09/2021 e 11/01/2022, quando passou à relatoria do Diretor Otto Lobo²⁸. Com o término de seu mandato, o PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 06/03/2026²⁹, e foi incluído na sessão de

²⁴ Doc. nº 1865687.

²⁵ Doc. nº 1881171.

²⁶ Doc. nº 2777871.

²⁷ Doc. nº 0889178, p. 160.

²⁸ docs. nº 1176132, nº 1212169, nº 1342519 e nº 1424172.

²⁹ Doc. nº 2617283.



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

www.cvm.gov.br

julgamento de 28/07/2026³⁰, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021³¹.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora

³⁰ Doc. nº 2754690.

³¹ Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.