



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 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

Voto: Diretor Igor Muniz

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho a Relatora quanto à absolvição do Banco J. Safra S.A., do Safra Setorial Bancos Fundo de Investimento em Ações, do Safra Small Cap Fundo de Investimento em Ações e de Valmir Rendolh Celestino. Como demonstrado no voto, a responsabilização não encontra suporte probatório suficiente, uma vez que a tese acusatória se apoia em uma cadeia de inferências cujo primeiro elo, o suposto acesso de A.C. à informação privilegiada, foi objetivamente enfraquecido pelos elementos de prova produzidos pelos acusados. Além disso, a existência de elementos que conferem plausibilidade ao racional econômico das operações realizadas pelos Fundos Safra não revela um quadro indiciário suficientemente grave, preciso e convergente para demonstrar que as negociações decorreram do uso de informação privilegiada.
2. Apresento esta manifestação apenas para expor as razões pelas quais, com a devida vênia, diverjo da Relatora quanto à responsabilização de Décio Goldfarb.

I. Breve contexto dos fatos

3. Como bem exposto pela Relatora, o presente Processo Administrativo Sancionador tem por objeto apurar a suposta prática de *insider trading* em operações com ações preferenciais de emissão do Banco PanAmericano S.A. ("Banco PanAmericano" ou "BPNM4"), realizadas nos dias que antecederam a divulgação de Fato Relevante em 09.11.2010. Naquela oportunidade, a companhia comunicou ao mercado a identificação de expressivas inconsistências contábeis em suas demonstrações financeiras, bem como a



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

celebração de operação com o Fundo Garantidor de Créditos ("FGC"), que resultou no aporte de R\$ 2,5 bilhões para assegurar a continuidade das operações da instituição financeira.

4. A partir das investigações realizadas, a Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS") concluiu que determinadas alienações de ações BPNM4, realizadas imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante, teriam sido motivadas pelo uso de informação privilegiada. Com base nesse entendimento, imputou a Décio Goldfarb a infração prevista no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976¹, c/c o art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.²

II. O padrão probatório aplicável ao *insider* secundário

5. Não há divergência, no presente caso, quanto às premissas jurídicas aplicáveis à configuração do *insider trading* secundário³, nem quanto ao padrão probatório exigido para sua demonstração. A divergência limita-se à valoração do conjunto de elementos produzidos ao longo da instrução e à suficiência dos indícios reunidos para sustentar a responsabilização do acusado.

¹ “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.”

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

³ O *insider* secundário distingue-se do *insider* primário justamente por não integrar o círculo de pessoas que, em razão do cargo, da função, da posição ou do vínculo profissional, comercial ou negocial mantido com a companhia, presumidamente possuem acesso direto à informação privilegiada. O eventual conhecimento da informação decorre de comunicação realizada por terceiros, inexistindo qualquer presunção de acesso fundada em sua posição jurídica. Por essa razão, a demonstração da infração normalmente exige um esforço probatório adicional, destinado a evidenciar, por meio de indícios graves, precisos e convergentes, a existência de um vínculo objetivo entre o acusado e a informação privilegiada, sem prejuízo da demonstração da atipicidade das operações realizadas.



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

6. Diferentemente do denominado *insider trading* primário⁴, hipótese em que a jurisprudência⁵ consolidada desta Autarquia reconhece a presunção de conhecimento da informação privilegiada em razão da posição ocupada pelo agente, o *insider trading* secundário exige a demonstração de que o investidor efetivamente: (i) teve acesso à informação relevante ainda não divulgada; (ii) tinha ciência de sua natureza sigilosa e privada; e (iii) a utilizou como fundamento para a realização das operações questionadas.

7. Essa demonstração, contudo, não pressupõe a identificação da fonte originária da informação nem a reconstrução exata do percurso por meio do qual ela chegou ao investidor⁶. Em infrações dessa natureza, a circulação da informação costuma ocorrer de maneira informal, reservada e desprovida de registros documentais, de modo que a exigência de prova direta inviabilizaria, em grande parte dos casos, a efetividade da tutela conferida pelo ordenamento jurídico à igualdade informacional entre os investidores. Por essa razão, a jurisprudência⁷ desta Autarquia admite que o acesso à informação

⁴ O art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 delimita o universo dos chamados *insiders* primários, abrangendo as pessoas que, em razão de sua posição na companhia ou de sua relação com ela, possuem acesso direto à informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Nessa categoria inserem-se, entre outros, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, os administradores, os membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, bem como aqueles que, em virtude do cargo, função ou posição ocupados na companhia aberta, em sua controladora, controladas ou coligadas, tenham acesso à informação privilegiada. Além desses, o § 1º do referido dispositivo estende o dever de sigilo às pessoas que mantenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, desde que tenham conhecimento da informação relevante em razão dessa relação, alcançando, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição.

⁵ Sobre o tema, ver PAS CVM nº RJ2015/9443, julgado em 4.6.2019; PAS CVM nº 26/2010, julgado em 27.11.2018; PAS CVM nº RJ2015/13651, julgado em 20.2.2018; PAS CVM nº RJ2014/3401, julgado em 5.12.2017; PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.9.2017; PAS CVM nº RJ2014/3225, julgado em 13.9.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, julgado em 9.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/2714, julgado em 7.10.2014; PAS CVM nº 13/2009, julgado em 13.12.2011; PAS CVM nº 15/2004, julgado em 7.7.2009; PAS CVM nº 24/2005, julgado em 7.10.2008; PAS CVM nº 04/2004, julgado em 28.6.2006; e PAS CVM nº 17/2002, julgado em 25.10.2005.

⁶ Conforme destacado pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS CVM nº 24/2005, Rel. Dir. Sergio Weguelin, julgado em 7.10.2008, "o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida", não sendo necessária a identificação do informante para a caracterização do ilícito. No mesmo sentido, o Colegiado já decidiu que não é imprescindível identificar o informante ou reconstruir integralmente o percurso da informação privilegiada, bastando que o conjunto probatório permita concluir, com segurança suficiente, que o acusado negociou de posse da informação relevante. PAS CVM nº 25/2010, Rel. Dir. Henrique Machado, julgado em 4.7.2017.

⁷ O Diretor Otavio Yazbek destacou que, nos casos envolvendo *insiders* secundários, a prova indiciária constitui "não só um caminho natural, mas, muitas vezes, o único caminho a ser seguido", admitindo condenação fundada em "um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes". PAS CVM nº 13/2009, julgado em 13.12.2011. Sobre o tema, cabe citar, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, julgado em 10.03.2015, Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, julgado em 13.09.2016, Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, julgado em 04.07.2017, Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez.



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, a ciência de seu caráter sigiloso e sua utilização na tomada de decisão sejam demonstrados por meio de prova indiciária.⁸

8. A admissibilidade da prova indiciária não implica mitigação do grau de convencimento necessário à imposição de sanção administrativa. Ao contrário, justamente por decorrer de um processo de inferência, a conclusão acerca da prática da infração deve estar apoiada em um conjunto de fatos objetivamente comprovados que, apreciados em conjunto, apresentem elevado grau de gravidade, precisão e convergência. A força da prova indiciária não resulta da existência de um ou outro indício isoladamente considerado, mas da coerência do conjunto probatório e de sua aptidão para tornar a tese acusatória a explicação mais consistente para os fatos, superando de longe as demais explicações extraídas dos autos.

9. Nos casos de *insider trading* secundário julgados⁹ por esta CVM, a análise costuma considerar, entre outros elementos: (i) a proximidade temporal entre a negociação e a divulgação da informação relevante; (ii) a intensidade, a concentração e a direção das operações; (iii) a ruptura com o histórico e com o padrão habitual de investimento do acusado; (iv) a dimensão da operação em relação ao patrimônio, à renda ou à carteira do investidor; (v) a escolha específica do ativo ou da espécie de valor mobiliário diretamente beneficiada ou prejudicada pela informação; (vi) a abertura recente de conta ou o ingresso excepcional no mercado; (vii) a liquidação rápida da posição antes ou depois da divulgação; (viii) a magnitude do lucro obtido ou do prejuízo evitado; (ix) a existência de vínculos pessoais, profissionais ou negociais capazes de tornar plausível o acesso à informação privilegiada; (x) o sincronismo com operações de pessoas relacionadas; e (xi) a consistência das justificativas apresentadas à luz das informações públicas então disponíveis.

⁸ A prova indiciária ou a presunção simples é amplamente admitida no direito penal pátrio, como se vê do seguinte julgado do Supremo Tribunal Federal: “1. O princípio processual penal do favor do rei não ilide a possibilidade de utilização de presunções *hominis* ou *facti*, pelo juiz, para decidir sobre a procedência do *ius puniendi*, máxime porque o Código de processo penal prevê expressamente a prova indiciária, definindo-a no art. 239 como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra, ou outras circunstâncias.” Doutrina (LEONE, Gionanni. Trattato di Diritto Processuale Penale. V.II. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1961. P.161-162) Precedente (HC 96062, Relator(a): Min. Marco Aurélio, Primeira Turma, julgado em 06.10.2009, Dje-213 DIVULG 12-11-2009 PUBLIC 12-11-2009 EMENT VOL-02382-02 PP-00336). 2. O julgador pode, através de um fato devidamente provado que não constitui elemento do tipo penal, mediante raciocínio engendrado com supedâneo nas suas experiências empíricas, concluir pela ocorrência de circunstância relevante para a qualificação penal da conduta. STF, 1ª Turma, HC 103.118/SP, Rel. Min. Luiz Fux, Dje 16.04.2012.

⁹ O PAS CVM nº 25/2010, Rel. Dir. Henrique Machado, julgado em 4.7.2017, constitui um exemplo paradigmático da análise global dos indícios em casos de *insider trading* secundário. Naquele precedente, o Colegiado não se limitou à proximidade temporal entre as negociações e a divulgação da informação relevante, examinando diversos elementos, tais como a concentração e a intensidade das operações, a ruptura com o padrão histórico de investimento dos acusados, o expressivo prejuízo evitado, a existência de vínculos entre os investigados, o sincronismo das negociações e a ausência de justificativas econômicas consistentes. Foi justamente a convergência desses fatores que levou o Colegiado a concluir pela utilização de informação privilegiada.



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

10. Entre esses critérios, assume especial relevância a atipicidade da operação. Em muitos casos de *insider trading* secundário, é precisamente o caráter extraordinário do comportamento do investidor que permite concluir o acesso à informação e a consciência de sua natureza privilegiada. A atipicidade pode se manifestar de diferentes formas: (i) pela adoção de estratégia inédita; (ii) pela concentração repentina da carteira, pela entrada ou saída integral de determinado ativo; (iii) pela assunção de risco incompatível com o perfil do investidor; e (iv) pela atuação em valor muito superior ao habitual ou pela escolha, sem explicação técnica aparente, do ativo exatamente favorecido ou prejudicado pela informação sigilosa pendente de divulgação.

11. A aferição da atipicidade deve ser, sempre que possível, comparativa e individualizada. Não basta cotejar a operação com uma noção abstrata de investidor racional. É necessário examinar o comportamento concreto do acusado, sobretudo: (i) seu histórico de negociações; (ii) sua experiência; (iii) sua estratégia usual; (iv) a composição de sua carteira; (v) a forma como reagiu anteriormente a eventos semelhantes; e (vi) a maneira pela qual tratou ativos comparáveis. Quanto mais intensa for a ruptura com esse padrão, maior será a aptidão do comportamento para revelar a presença de um elemento informacional extraordinário.

12. Também é relevante verificar se a operação reproduz, de maneira específica, o conteúdo da informação ainda não divulgada. A força do indício é maior quando o investidor não apenas negocia antes do mercado, mas seleciona precisamente o ativo, a espécie de ação, a direção da operação ou a estrutura capaz de capturar os efeitos particulares da informação privilegiada. Em sentido contrário, a inferência é mais frágil quando a conduta também encontra explicação razoável em informações públicas que apontavam na mesma direção da negociação.

13. A atipicidade, portanto, não constitui um fim em si mesma, nem autoriza a condenação pelo simples fato de a operação ter sido incomum ou extraordinariamente oportuna. Trata-se de instrumento probatório destinado a inferir um fato desconhecido, o acesso e a utilização da informação privilegiada, a partir de circunstâncias objetivamente comprovadas. Por isso, a relevância dessa análise está diretamente relacionada à intensidade da ruptura observada e à inexistência de outras explicações capazes de conferir racionalidade à decisão de investimento.

14. Assim, a operação deve ser examinada não apenas quanto à sua compatibilidade com a tese acusatória, mas também quanto à existência de explicações razoavelmente plausíveis. Devem ser consideradas as informações públicas disponíveis à época, as recomendações de mercado, a trajetória do ativo, a estratégia declarada pelo investidor, sua situação patrimonial, conhecimento do mercado e os demais fatores que poderiam racionalmente motivar a negociação.



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

15. Evidentemente, a mera possibilidade de formular, retrospectivamente, uma explicação minimamente plausível para a realização da operação não basta para afastar uma acusação de *insider trading*, sobretudo quando o conjunto de indícios revele elevada força probatória. De igual modo, o fato de a justificativa apresentada pelo acusado não explicar perfeitamente todos os detalhes da operação não autoriza inferir que a decisão de investimento decorreu do acesso à informação sigilosa.

16. Em matéria de prova indiciária, a questão não consiste em identificar uma explicação irrefutável para cada circunstância do caso, mas em verificar qual hipótese encontra maior respaldo no conjunto dos elementos probatórios produzidos, à luz do padrão de convicção exigido para a imposição de sanção administrativa.

17. Em outras palavras, não se exige que a tese acusatória seja a única possibilidade abstratamente concebível. Exige-se, contudo, que ela prevaleça, de forma suficientemente consistente, sobre as explicações plausíveis extraídas dos autos. Quando subsistir uma explicação concreta, fundada em elementos objetivos, contemporânea aos fatos e compatível com o histórico e o perfil de investimento do acusado, a excepcional oportunidade da operação, por si só, não será suficiente para sustentar uma condenação por *insider trading*.¹⁰

III. Os indícios apontados pela SPS em relação às operações de Décio Goldfarb

18. A acusação atribuiu especial relevância às seguintes circunstâncias: (i) Décio Goldfarb mantinha posição relevante em ações preferenciais do Banco PanAmericano havia mais de um ano; (ii) praticamente toda a posição foi alienada nos dias 8 e 9 de novembro de 2010, imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante; (iii) a operação teria permitido ao acusado evitar prejuízo expressivo; (iv) diferentemente do que ocorreu com ações de outros bancos de pequeno e médio porte, a posição em BPNM4 foi liquidada de forma praticamente integral e concentrada; (v) os relatórios de análise invocados pela defesa não encontrariam correspondência estável com o comportamento negocial do acusado; e (vi) as ordens de venda foram transmitidas pessoalmente por Décio Goldfarb, afastando-se do padrão identificado em amostra na qual seu filho teria transmitido a maior parte das ordens.

¹⁰ No mesmo sentido, no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/2384 (Processo SEI nº 19957.001639/2016-15), de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 26.11.2019, o Colegiado reconheceu que, embora houvesse elementos que, em um primeiro exame, parecessem corroborar a acusação de uso de informação privilegiada, "a possibilidade de algo ter acontecido [...] não é suficiente para se concluir pela sua ocorrência, especialmente na esfera sancionadora", concluindo, ao final, que "os indícios da prática de *insider trading* não seriam múltiplos, consistentes e convergentes", razão pela qual absolveu o acusado, em observância ao princípio da presunção de inocência.



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

19. Reconheço que essas circunstâncias conferem significativa plausibilidade à tese acusatória. A proximidade temporal das alienações é particularmente expressiva, na medida em que Décio Goldfarb liquidou praticamente toda a sua posição na última janela de negociação anterior à divulgação de informação relevante que viria a produzir forte impacto negativo sobre a cotação das ações. Tampouco se pode desconsiderar que a operação lhe permitiu evitar perda significativa, circunstância que evidencia a expressiva relevância econômica da decisão de investimento.

20. Para afastar a acusação, Décio Goldfarb sustenta, em resumo, que: (i) a SPS não demonstrou que tenha tido acesso à informação privilegiada, inexistindo cadeia informacional ou vínculos pessoais ou profissionais aptos a justificar a imputação; (ii) a decisão de alienar as ações de emissão do Banco PanAmericano decorreu de critérios objetivos de investimento, fundados em informações públicas, especialmente relatórios de análise, exame das demonstrações financeiras da companhia, deterioração dos indicadores da instituição financeira e queda da cotação do ativo; e (iii) as operações realizadas eram compatíveis com seu perfil e histórico de investimento, caracterizado pela liquidação integral de posições quando entendia que determinado ativo havia perdido atratividade, sendo a forma de execução das ordens condicionada à liquidez de cada papel.

21. Como se observa, a questão controvertida não consiste em verificar se a operação foi extraordinariamente oportuna ou se é compatível com a tese de utilização de informação privilegiada. Ambos os aspectos são inequívocos. O ponto central é outro: determinar se o conjunto de elementos probatórios reunidos nos autos permite concluir, com o grau de certeza exigido para uma condenação, que a explicação mais consistente, coerente e compatível com o acervo probatório para a decisão de desinvestimento de Décio Goldfarb reside na posse e na utilização da informação privilegiada. Após examinar detidamente o conjunto probatório constante dos autos, entendo que esse grau de convencimento não foi alcançado.

22. Embora os indícios reunidos pela acusação revelem uma operação suspeita e oportuna, eles não se mostram suficientemente precisos, convergentes e robustos para afastar, de forma segura, a plausibilidade da explicação de que as alienações decorreram da estratégia de desinvestimento compatível com o perfil e histórico negocial do acusado e com as informações públicas disponíveis à época. Diante desse cenário, concluo que subsiste dúvida relevante quanto à demonstração da posse e da utilização de informação privilegiada no presente caso, razão pela qual não se encontram presentes os elementos necessários à condenação de Décio Goldfarb pela prática de *insider trading*, como passo a expor.



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

IV. A repercussão da fragilidade das hipóteses de acesso à informação privilegiada sobre a densidade da prova indiciária

23. Em primeiro lugar, acompanho a Diretora Relatora ao concluir que a Acusação não logrou demonstrar, com o grau de consistência exigido, as hipóteses de acesso à informação privilegiada que sustentam a imputação formulada em desfavor de Décio Goldfarb. Embora a identificação da fonte primária ou do canal de transmissão da informação não constitua requisito indispensável para a configuração do *insider trading*, a plausibilidade das hipóteses de acesso representa importante elemento de reforço da prova indiciária.

24. No caso concreto, a Acusação procurou sustentar o acesso de Décio Goldfarb à informação privilegiada, essencialmente, a partir de relações pessoais que, em seu entender, possibilitariam a circulação da informação relevante ainda não divulgada. Todavia, os elementos produzidos ao longo da instrução não evidenciam que tais vínculos fossem dotados da intensidade ou da proximidade necessárias para sustentar essa conclusão. A circunstância de Décio Goldfarb e S.A. integrarem, em diferentes posições, a estrutura de governança de uma mesma associação não permite concluir que mantivessem contato pessoal frequente ou contemporâneo aos fatos investigados, tampouco relação de proximidade ou confiança apta a viabilizar a transmissão de informação de natureza tão sensível.

25. A mesma conclusão se aplica à relação apontada com M. S. Como bem observado pela Diretora Relatora, M. S. já não integrava os quadros societários ou administrativos da instituição responsável pela gestão dos Fundos Safra havia cerca de quatro anos quando ocorreram os fatos investigados. Nessas circunstâncias, não há base objetiva para presumir que ainda tivesse acesso às tratativas envolvendo o Banco PanAmericano ou que pudesse funcionar como elo de transmissão da informação privilegiada para Décio Goldfarb. A hipótese construída pela acusação, embora possível em abstrato, permaneceu desprovida de suporte probatório suficiente para lhe conferir a consistência exigida pelo processo administrativo sancionador.

26. A ausência de identificação do informante não impede a condenação, tampouco significa que o acusado não possa ter recebido a informação por outra via diferente daquela apontada pela SPS. O afastamento dos canais concretamente apontados, contudo, assume relevância na valoração do conjunto indiciário. Nessas circunstâncias, a demonstração do acesso à informação privilegiada passa a depender, em maior medida, da própria atipicidade da operação.

27. Em outras palavras, quanto mais tênues ou remotos forem os elementos que indiquem um possível canal de acesso à informação privilegiada, maior deverá ser o grau de convencimento de que a operação, por suas características intrínsecas, constitui uma



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

ruptura tão acentuada com a racionalidade econômica e com o padrão negocial do investidor que somente encontre explicação plausível na utilização da informação privilegiada.

28. No caso concreto, não se identificam elementos externos que estabeleçam conexão objetiva entre Décio Goldfarb e a informação sigilosa pendente de divulgação. Não há indícios de atuação coordenada com outros investidores, registros de comunicações suspeitas, ordens sucessivas ou sincronizadas entre pessoas relacionadas, manifestações que revelem a busca ou confirmação de uma informação privilegiada, tampouco qualquer outro elemento probatório que permita reconstruir, ainda que indiretamente, o percurso da informação até o acusado. Assim, uma vez afastadas as principais hipóteses de acesso à informação privilegiada trazidas pela SPS, a imputação passa a repousar, essencialmente, sobre as características das operações realizadas por Décio Goldfarb.

V. A proximidade temporal, a liquidação concentrada da posição e a transmissão pessoal das ordens

29. O *timing* das alienações e a liquidação concentrada da posição constituem, sem dúvida, os indícios mais relevantes apontados pela SPS. Décio Goldfarb desfez-se praticamente da totalidade de sua posição imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante, oportunidade que se revelou ideal para evitar a expressiva desvalorização das ações que se seguiu à divulgação das inconsistências contábeis. Trata-se de circunstância objetivamente relevante que desperta suspeita e justifica exame rigoroso da operação.

30. Todavia, conforme reiteradamente reconhecido pelo Colegiado em casos de *insider trading*, a proximidade temporal da negociação não pode ser apreciada isoladamente. A força probatória desse elemento depende de sua inserção no contexto econômico em que a decisão de investimento foi tomada e, sobretudo, da capacidade do conjunto de indícios de afastar outras explicações compatíveis com os fatos conhecidos.

31. Assim, é preciso investigar se, antes mesmo da divulgação da informação privilegiada, já existiam elementos públicos capazes de justificar racionalmente a decisão de se desfazer do investimento ou se a venda somente se torna compreensível quando admitido o acesso prévio à informação privilegiada.

32. No presente caso, a própria acusação reconhece que, à época das operações, já estavam disponíveis ao mercado elementos negativos relacionados à situação econômico-financeira do Banco PanAmericano. Entre esses destacavam-se a divulgação de prejuízo líquido, a deterioração de importantes indicadores de rentabilidade e relatórios de análise que atribuíam perspectivas particularmente desfavoráveis à instituição financeira quando comparada aos demais bancos de pequeno e médio porte. Portanto, antes mesmo da



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

revelação das inconsistências contábeis e do aporte do FGC, o mercado já dispunha de informações que justificavam uma revisão pessimista das expectativas em relação ao emissor.

33. É certo que as informações públicas então disponíveis não possuíam a mesma gravidade da revelação das inconsistências contábeis estampadas no Fato Relevante. Também procede a observação da acusação de que parte desses elementos negativos já era de conhecimento do mercado havia aproximadamente três meses, circunstância que, em princípio, enfraquece a tese de que teriam motivado a decisão de alienar as ações apenas em novembro de 2010. Essa consideração, contudo, não é suficiente para afastar a plausibilidade da explicação apresentada por Décio Goldfarb, pois decisões de investimento nem sempre decorrem da reação imediata a um fato isolado, podendo resultar da consolidação gradual de informações, da reavaliação da tese de investimento ou do agravamento progressivo da percepção de risco em relação ao emissor.

34. E essas circunstâncias estão presentes no caso concreto. As ações de emissão do Banco PanAmericano apresentavam trajetória consistente de desvalorização, intensificada justamente no período em que foram realizadas as operações investigadas. Entre 13 de outubro e 9 de novembro de 2010, BPNM4 acumulou queda de aproximadamente 24,9%, ao passo que o Ibovespa permaneceu estável. Esse desempenho significativamente inferior ao mercado evidencia que a deterioração da percepção dos investidores em relação ao Banco PanAmericano já era pública e vinha sendo progressivamente incorporada aos preços antes da divulgação do Fato Relevante.

35. Nesse contexto, havia razões concretas e publicamente conhecidas para que um investidor experiente, como era o caso do acusado, reconsiderasse sua exposição em BPNM4 e decidisse interromper perdas ou reduzir o risco de sua carteira. Tais considerações certamente não explicam a precisão temporal da venda, nem afastam a possibilidade de utilização de informação privilegiada. Contudo, conferem plausibilidade econômica à decisão de alienar as ações e impedem que a extraordinária oportunidade da operação seja automaticamente interpretada como manifestação inequívoca de acesso à informação reservada¹¹. Em outras palavras, o *timing* permanece um indício de elevada

¹¹ No mesmo sentido, o Colegiado da CVM, por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/09, realizado em 03.04.2012, acompanhou o voto da Diretora Luciana Dias pela absolvição do acusado, assentando que, embora o *timing* das operações, a atipicidade das negociações, a coincidência entre o preço-alvo do investimento e o preço posteriormente pactuado na operação societária, bem como as relações pessoais entre os investigados e pessoas potencialmente expostas à informação privilegiada constituam indícios relevantes em casos de *insider trading*, tais elementos não possuem força probatória autônoma. O voto destacou que esses indícios devem ser apreciados em conjunto e confrontados com a existência de fundamentos econômicos públicos para o investimento, a estratégia de desinvestimento adotada e a plausibilidade das explicações apresentadas pela defesa. Diante da persistência de explicações alternativas objetivamente plausíveis, concluiu-se que não era possível afirmar, com o grau de certeza necessário à condenação, que as operações decorreram da utilização de informação privilegiada. Também



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

relevância. Essa força, entretanto, é significativamente reduzida quando a própria direção da operação já se mostrava compatível com o conjunto de informações públicas disponíveis ao mercado.

36. Não obstante, entendo que um dos principais indícios invocados pela acusação para sustentar a excepcional urgência na alienação das ações do Banco PanAmericano, consistente no fato de essa posição ter sido liquidada de forma concentrada, enquanto as posições mantidas em outros bancos médios foram reduzidas ao longo de diversos pregões, não possui a força probatória que lhe foi atribuída. A diferença na forma de execução das ordens encontra explicação nas distintas condições de liquidez dos ativos, circunstância alegada por Décio Goldfarb ainda na fase investigativa e corroborada pelos próprios dados constantes do Relatório de Inquérito. Nessa medida, o comportamento apontado como excepcional mostra-se compatível com uma estratégia racional de execução de ordens em mercado, enfraquecendo substancialmente a inferência de que a concentração das vendas decorreu necessariamente do alegado acesso à informação privilegiada.

37. Conforme demonstram os dados constantes das fls. 1.871 a 1.873 dos autos, Décio Goldfarb detinha aproximadamente 220 mil ações de emissão do Banco PanAmericano. No pregão de 08.11.2010, foram negociadas no mercado mais de 2,35 milhões de ações BPNM4, de modo que a posição integral do acusado correspondia a menos de 10% do volume negociado naquele dia. Em termos objetivos, havia liquidez suficiente para absorver integralmente a ordem de venda sem comprometer a profundidade do mercado ou provocar impacto relevante sobre a formação do preço do ativo. As próprias condições de negociação, portanto, tornavam perfeitamente viável a liquidação integral da posição em um único pregão.

38. Situação substancialmente distinta verificava-se em relação às ações de emissão do Banco Sofisa S.A. e do Banco Daycoval S.A. No primeiro pregão em que foram realizadas alienações desses papéis, a posição detida por Décio Goldfarb superava, em ambos os casos, o próprio total de ações negociadas pelo mercado naquele momento. Nessas circunstâncias, a liquidação integral das posições em um único pregão seria inviável

nessa direção, merece referência o voto da Diretora Relatora Luciana Dias, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/08, julgado em 21.08.2012, no qual, embora reconhecendo a existência de relações pessoais entre os acusados e pessoas próximas às companhias emissoras, bem como a atipicidade temporal das operações realizadas, concluiu que tais elementos não eram suficientes para demonstrar a utilização de informação privilegiada. O voto destacou que os vínculos pessoais apenas indicam um possível caminho de circulação da informação, sem comprovar sua efetiva transmissão, e que o *timing* das negociações, ainda que constitua indício relevante, deve ser confrontado com o contexto informacional existente no mercado, a plausibilidade de estratégias de investimento fundadas em informações públicas e rumores amplamente disseminados e, sobretudo, a compatibilidade das operações com o padrão histórico de negociação dos investidores. À vista desses elementos, concluiu-se que subsistia explicação alternativa plausível para as operações, impondo-se a absolvição dos acusados, por unanimidade, pelo Colegiado.



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

ou, quando muito, tenderia a produzir relevante pressão vendedora, com potencial impacto negativo sobre a cotação dos ativos, e, consequentemente, sobre o próprio resultado econômico da operação. Assim, a fragmentação das vendas ao longo de mais pregões parece ter sido uma condição imposta pela menor liquidez desses ativos e não uma escolha estratégica do acusado.

Tabela 1 - Relação entre a liquidez dos ativos e as alienações promovidas por Décio Goldfarb

Companhia	Posição inicial de Décio (ações)	Ações negociadas pelo mercado no 1º pregão de venda	A posição excedia a liquidez do 1º pregão?
Banco Daycoval	50.500	42.100	Sim
Banco Sofisa	135.000	130.500	Sim
Banco PanAmericano	220.400	2.355.900	Não

39. Essa conclusão é corroborada pelo próprio padrão de execução das ordens. Nos ativos de menor liquidez, em que a posição detida por Décio Goldfarb superava o volume negociado pelo mercado no primeiro pregão de venda, a alienação foi fracionada ao longo de dias sucessivos. Ainda assim, observa-se que a maior parte das ações foi vendida logo nos primeiros pregões (90,9% da posição em Banco Daycoval e 76,9% em Banco Sofisa nos três primeiros dias de negociação), permanecendo um saldo residual para liquidação gradual. Situação diversa ocorreu com as ações do Banco PanAmericano, cuja posição representava parcela reduzida da liquidez disponível no primeiro pregão, permitindo sua alienação praticamente integral em um único dia. Assim, a diferença no ritmo de desinvestimento mostra-se objetivamente explicada pelas distintas condições de liquidez dos ativos, e não evidencia a adoção de estratégia qualitativamente diversa entre as posições.

40. Sob essa perspectiva, mostra-se plenamente compatível com os dados objetivos a explicação apresentada por Décio Goldfarb ainda na fase investigativa, reproduzida no item 41 do Relatório de Inquérito, segundo a qual, "quando resolvia se desfazer de um investimento, normalmente, se desfazia de uma vez, num pregão só, dentro do possível". Longe de infirmar essa versão, os elementos constantes dos autos demonstram que o "dentro do possível" era precisamente condicionado pela liquidez de cada ativo. No mesmo sentido, seu filho declarou a esta Autarquia que "a forma diferenciada de operar BPNM4 em relação a DAYC4 e SFSA4 teria se dado **em razão da liquidez de BPNM4 sempre ter sido muito maior que a de DAYC4 e SFSA4**" (sem grifos no original). Essa explicação encontra respaldo direto nos dados objetivos de negociação constantes dos autos.



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

41. Nessas circunstâncias, a comparação entre as operações somente pode ser realizada à luz das condições objetivas de liquidez de cada papel. Desconsiderar essa variável significa atribuir o mesmo significado probatório a comportamentos condicionados por realidades de mercado substancialmente distintas. A forma de execução de uma ordem de venda não depende exclusivamente da vontade do investidor, mas também da profundidade do mercado, do volume negociado e da capacidade de absorção da oferta sem provocar impacto relevante sobre a cotação do ativo. Por essa razão, a maior concentração das vendas de ações BPNM4 em um único pregão não constitui elemento idôneo para demonstrar a excepcional urgência sustentada pela Acusação. Ao contrário, encontra explicação objetiva, racional e diretamente corroborada pelos dados de mercado, o que reduz significativamente sua força como indício da utilização de informação privilegiada.

42. Do mesmo modo, embora as operações realizadas por Décio Goldfarb não reproduzam de forma linear ou integral as recomendações de aumento da exposição a ativos relacionados a bancos de grande porte e de redução das posições em instituições financeiras de menor porte, essa circunstância apenas limita a capacidade explicativa dos relatórios de análise, não sendo suficiente para desqualificá-los como elemento contemporâneo da decisão de investimento ou para tratá-los como justificativa construída *a posteriori*. Recomendações elaboradas por analistas constituem apenas um dos diversos fatores considerados pelos investidores na alocação de seus recursos, podendo ser conjugadas com avaliações próprias sobre os ativos, realização de lucros, necessidades de liquidez, rebalanceamento da carteira e outras estratégias de investimento. Exigir aderência integral entre a conduta do investidor e as recomendações dos analistas equivaleria, na prática, a admitir que apenas operações executadas em estrita conformidade com tais recomendações poderiam ser consideradas racionalmente justificáveis.

43. Nesse contexto, a prova produzida pode suscitar dúvidas quanto ao grau de influência efetivamente exercido pelos relatórios de análise sobre as decisões de investimento do acusado, mas não permite concluir que a explicação apresentada por ele seja incompatível com o conjunto probatório. Como mencionado, ela se mostra objetivamente compatível com o contexto de mercado então existente, marcado pela trajetória consistente de desvalorização das ações do Banco PanAmericano, bem como com a alienação, no mesmo período, de posições em ações de bancos de pequeno e médio porte, em linha com a orientação geral constante dos relatórios juntados aos autos. Assim, o fato de os relatórios não explicarem perfeitamente todas as decisões de investimento não lhes retira relevância como elemento apto a conferir racionalidade econômica à estratégia adotada pelo acusado.

44. A acusação também atribui especial relevância à circunstância de as ordens de venda das ações do Banco PanAmericano terem sido transmitidas pessoalmente por Décio Goldfarb, ao passo que, na maior parte das operações realizadas no período analisado, essa



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

atribuição era desempenhada por seu filho. Segundo a tese acusatória, essa alteração no modo de execução das operações evidenciaria excepcional urgência e reforçaria a inferência de que o acusado possuía conhecimento prévio da informação privilegiada.

45. De fato, a transmissão pessoal da ordem revela que o acusado optou por acompanhar diretamente uma decisão de investimento. Esse comportamento, entretanto, é compatível com múltiplas explicações, afinal, é esperado que um investidor acompanhe pessoalmente a liquidação definitiva de uma posição expressiva, especialmente quando essa decisão envolve ativo que vinha acumulando perdas relevantes e cuja permanência na carteira passara a ser questionada diante da deterioração pública de seus fundamentos.

46. Também não me parece que o histórico de transmissão de ordens permita atribuir a esse elemento a força probatória pretendida pela acusação. A conclusão de que Décio Goldfarb somente intervinha pessoalmente em situações excepcionais decorre de amostra restrita a dezessete operações realizadas em período relativamente curto, sem demonstração de que esse padrão se mantivesse ao longo de horizonte temporal mais amplo ou de que o acusado **jamais** transmitisse diretamente ordens envolvendo decisões estratégicas, posições relevantes ou operações de maior valor financeiro.

47. Soma-se a isso o fato de que o conteúdo conhecido das comunicações telefônicas tampouco revela qualquer referência à informação privilegiada, conforme bem destacado pela Relatora. Ao contrário, as conversas fazem menção justamente à evolução pública da cotação das ações e às condições de mercado até então conhecidas. Embora esse dado não demonstre a licitude das operações, também não permite que as comunicações sejam qualificadas como confirmação independente da tese acusatória.

48. Consideradas em conjunto, essas circunstâncias levam-me a concluir que a transmissão pessoal das ordens constitui um indício acessório de que a operação possuía relevância para o acusado. Não permite, contudo, inferir, **com o grau de segurança exigido para a condenação**¹², que essa relevância decorresse do conhecimento prévio da

¹² No julgamento do PAS CVM nº 25/2010, de Relatoria do Diretor Henrique Machado, julgado em 4.7.2017, a condenação por *insider trading* foi amparada por um conjunto de indícios substancialmente mais amplo do que o verificado no presente caso, compreendendo, entre outros elementos: (i) operações realizadas por pessoas estreitamente vinculadas entre si ou por investidores sem qualquer conhecimento de mercado realizando suas primeiras negociações; (ii) sucessivas negociações em intervalo temporal extremamente reduzido após a circulação da informação privilegiada; (iii) volume e concentração atípicos das operações; (iv) obtenção de expressivos ganhos; (v) inexistência de justificativa econômica convincente para as negociações; e (vi) elementos adicionais de conexão entre os investigados, circunstâncias que, apreciadas em conjunto, levaram o Colegiado a concluir pela existência de um quadro probatório grave, preciso e convergente, apto a sustentar a condenação. Situação diversa da verificada nos presentes autos, em que a imputação repousa essencialmente sobre a atipicidade temporal das operações e sobre a expressiva perda evitada, sem que se verifique igual grau de convergência entre os demais elementos probatórios. Na mesma direção, no PAS CVM nº RJ2016/5039, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 26.09.2017, a condenação dos *insiders* secundários não decorreu apenas da conclusão de que um dos acusados, que mantinha estreitos vínculos com os demais acusados, teve contato prévio com a informação privilegiada. O



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

informação reservada, sobretudo diante da existência de explicações objetivamente compatíveis com o contexto econômico e com os demais elementos constantes dos autos.

VI. Conclusão

49. No presente caso, embora estejam presentes circunstâncias efetivamente relevantes que denotam o uso de informação privilegiada, especialmente o *timing* das operações, a liquidação concentrada da posição e o expressivo prejuízo evitado, o conjunto probatório não apresenta a mesma densidade, diversidade e convergência verificadas nos precedentes em que este Colegiado reconheceu a prática de *insider trading* com fundamento predominantemente indiciário. Os elementos constantes dos autos autorizam a instauração da investigação e justificam o aprofundamento da apuração, mas não se mostram suficientes para demonstrar, com o elevado grau de certeza, que a utilização de informação privilegiada constitui a explicação mais consistente para a decisão de investimento adotada pelo acusado.

50. Décio Goldfarb era investidor experiente e contumaz do mercado de ações, mantinha posição no Banco PanAmericano havia longo período, acompanhava o setor bancário e possuía investimentos em outras instituições financeiras. A alienação das ações não representou ingresso em atividade desconhecida nem ruptura absoluta com o seu perfil e histórico de investimentos.

51. Tampouco se verifica situação em que a própria natureza da operação reproduza, de forma inequívoca, o conteúdo específico da informação privilegiada. A decisão de vender ações do Banco PanAmericano era compatível com a informação privilegiada acerca das inconsistências contábeis da instituição, mas também encontrava justificativa econômica nas informações públicas disponíveis à época, marcadas pela deterioração dos indicadores do banco, por avaliações desfavoráveis de analistas e pela acentuada desvalorização de suas ações.

52. Também não se identificam, no presente caso, outros elementos que, em outros precedentes¹³, contribuíram decisivamente para fortalecer a inferência acusatória, como

Relator destacou a existência de um conjunto robusto de indícios convergentes, consistente em: (i) inexistência de histórico recente de operações em bolsa pelos acusados; (ii) abertura de contas em corretoras poucos dias antes das negociações; (iii) realização de operações atípicas, mediante aquisição de ações imediatamente antes da divulgação do fato relevante e em momento de queda das cotações; (iv) concentração das operações exclusivamente em ações da emissora até a divulgação do fato relevante; (v) ausência de estratégia diversificada de investimento, com aplicação concentrada em ativo de baixa liquidez, inclusive após advertência do corretor acerca dessa característica; (vi) investimento de montantes expressivos, representativos de parcela relevante do patrimônio financeiro dos acusados; e (vii) participação significativa dos acusados no volume negociado do papel nos pregões que antecederam a divulgação da informação. A convergência desses múltiplos indícios levou o Relator a concluir pela existência de prova indiciária suficientemente robusta tanto do acesso à informação privilegiada quanto de sua utilização nas negociações.

¹³ Ver nota 12.



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

atuação coordenada entre investidores, sincronismo de operações, abertura de contas para a realização de operações específicas, concentração patrimonial em ativo até então desconhecido, explicações manifestamente inverossímeis ou outros comportamentos convergentes aptos a reforçar a conclusão de que as negociações decorreram do acesso à informação privilegiada.

53. A alegada atipicidade da conduta de Décio Goldfarb concentra-se, essencialmente, no momento e na forma da alienação das ações. Embora tais circunstâncias sejam relevantes e suscitem fundada suspeita acerca da utilização de informação privilegiada, elas não se revelam suficientemente excepcionais para romper, de maneira objetiva, a racionalidade econômica da decisão de investimento nem para afastar as explicações compatíveis com o contexto econômico então existente e com o histórico de atuação do investidor.

54. Cumpre deixar consignado que não se trata de exigir prova direta, de identificar o informante ou de impor à acusação um ônus probatório incompatível com a própria natureza do *insider trading*. Trata-se apenas de reconhecer que, quando a imputação repousa exclusivamente em prova indiciária, fundada, sobretudo, na alegada atipicidade das operações realizadas, essa atipicidade deve revelar-se suficientemente excepcional e expressiva para evidenciar uma ruptura com o padrão esperado de comportamento do investidor e com a racionalidade econômica da negociação. Nessas circunstâncias, o conjunto indiciário poderá apresentar robustez suficiente para fazer prevalecer, de forma segura, a hipótese de utilização de informação privilegiada sobre as demais explicações plausíveis extraídas dos autos.

55. Diante do exposto, no que se refere às questões preliminares suscitadas por todos os acusados, entendo que restaram prejudicadas.

56. Quanto ao mérito, acompanho a Diretora Relatora na absolvição do Banco J. Safra S.A., do Safra Setorial Bancos Fundo de Investimento em Ações, do Safra Small Cap Fundo de Investimento em Ações e de Valmir Rendolh Celestino da imputação de infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

57. Divirjo, respeitosamente, quanto à responsabilização de Décio Goldfarb, por entender que os elementos reunidos nos autos não formam um conjunto de indícios suficientemente robusto e convergente para demonstrar que o acusado negociou as ações de emissão do Banco PanAmericano de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.



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

58. Por essas razões, voto pela absolvição de Décio Goldfarb da imputação de utilização de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2026.

Igor Muniz

Diretor Relator