



## 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](http://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

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório<sup>1</sup>, trata-se de PAS instaurado pela SPS para apurar eventual responsabilidade de Décio Goldfarb, dos Fundos Safra, do Banco Safra e de Valmir Celestino pela suposta utilização de informação privilegiada em negociações com ações preferenciais de emissão do Banco PanAmericano, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, antes da divulgação do Fato Relevante.
2. Para a Acusação, os acusados, valendo-se de informações sobre as inconsistências contábeis verificadas na instituição financeira e as tratativas com o FGC para a realização do aporte de R\$2,5 bilhões para assegurar a continuidade de suas operações, desfizeram-se de suas posições em BNPM4 antes da referida divulgação, momento em que os papéis sofreram expressiva desvalorização.
3. Antes de adentrar o mérito deste PAS, trato das questões preliminares suscitadas pelos acusados.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### II. PRELIMINARES

#### *Prescrição*

4. Em primeiro lugar, entendo não assistir razão à alegação da defesa de Valmir Celestino sobre a prescrição da pretensão punitiva desta autarquia, em razão da prática, antes do término do prazo quinquenal, de atos inequívocos de apuração dos fatos objeto deste PAS, aptos a interromper a prescrição, independentemente da ciência pessoal do acusado.

5. Como já tive a oportunidade de registrar<sup>2</sup>, a interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração não depende da ciência prévia do acusado. É esse, aliás, o entendimento há muito consolidado por este Colegiado<sup>3</sup> e sumulado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN nos seguintes termos: “[a] interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado”<sup>4</sup>.

6. Em linha com o art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999<sup>5</sup>, o prazo prescricional pode ser interrompido por qualquer ato inequívoco que importe apuração de fato, no que, conforme entendimento pacífico do Colegiado da CVM, se enquadra qualquer ato administrativo, de existência certa e comprovada, com o claro objetivo de dar impulso à investigação ou à apuração dos fatos.

7. Em concreto, verificam-se sucessivos atos inequívocos de apuração aptos a interromper o prazo prescricional, nos termos do art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999, antes do decurso do prazo prescricional, que ocorreria somente em novembro de 2015, sendo irrelevante, para esse fim, a ciência pessoal de Valmir Celestino.

---

<sup>2</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.005572/2019-22, de minha relatoria, j. em 11/11/2025 e PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.

<sup>3</sup> Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.004715/2020-12, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 26/03/2024; (ii) PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; (iii) PAS CVM nº RJ2016/7961, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2020; (iv) PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020; e (v) PAS CVM nº RJ2005/6924, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 31/10/2006.

<sup>4</sup> Súmula nº 4 do CRSFN, D.O.U. de 15/05/2023. No mesmo sentido: AgInt no AREsp nº 595210/RJ, Rel. Min. Assusete Magalhães, STJ, 2ª Turma, j. em 06/03/2018.

<sup>5</sup> Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: [...] II – por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

8. Em 10/11/2010, a SMI expediu o Ofício/CVM/SMI/GMA-1/nº 144/2010<sup>6</sup>, solicitando esclarecimentos ao Banco PanAmericano sobre o Fato Relevante, cuja resposta subsidiou a identificação dos potenciais detentores da informação privilegiada e a apuração das operações realizadas com ações de emissão da companhia. O resultado dessas diligências foi consolidado no Relatório de Análise GMA-1 nº 12/2011<sup>7</sup>, datado de 04/03/2011 e, posteriormente, aprofundado pelo Complemento ao Relatório de Análise GMA-1 nº 12/2011<sup>8</sup>, de 21/05/2013, que concluiu pela necessidade de instauração de inquérito administrativo para apurar a conduta de onze comitentes, entre eles os acusados neste processo. Posteriormente, em 13/03/2015, foi formalmente instaurado o Inquérito Administrativo nº 02/2015.
9. Essa sucessão de atos evidencia que a autarquia jamais permaneceu inerte na apuração dos fatos.
10. Tampouco procedem as alegações relativas à prescrição apresentadas pela defesa de Décio Goldfarb.
11. Ao contrário do que sustenta tal acusado, a sua intimação para apresentar defesa no âmbito deste PAS, em 22/06/2017, não constitui o último ato interruptivo do prazo prescricional quinquenal. Após essa data, foram praticados diversos atos destinados à apuração dos fatos, notadamente: **(i)** a distribuição inicial deste PAS à relatoria do diretor Henrique Machado em 31/10/2017<sup>9</sup>; **(ii)** os despachos de 24/09/2020 do então diretor relator determinando a manifestação da SPS a respeito da alegação de fato novo feita pela própria defesa de Décio Goldfarb; **(iii)** o despacho de 27/10/2020 do então diretor relator oportunizando aos acusados se manifestarem, após a SPS, sobre o mesmo tema; e **(iv)** o despacho de 30/08/2023 do então diretor relator Otto Lobo, determinando a realização de diligência complementar junto à BSM Supervisão de Mercados.
12. Tais providências apresentam inequívoco conteúdo instrutório, tratando-se, portanto, de atos de apuração aptos a interromper a prescrição, nos termos do art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999.

---

<sup>6</sup> Doc. nº 0889164, p. 54.

<sup>7</sup> Doc. nº 0889164, pp. 5-29.

<sup>8</sup> Doc. nº 0889164, pp. 30-45.

<sup>9</sup> Doc. nº 0889178, p. 160.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

13. Os atos processuais referidos acima também não deixam dúvida quanto à não consumação da prescrição intercorrente prevista no art. 1º, §1º, do mesmo diploma legal. Entre os despachos de 27/10/2010 e de 30/08/2023, proferidos pelos então diretores relatores, que promoveram o efetivo andamento da instrução processual, não houve o decurso do prazo prescricional de três anos. Tampouco tal prazo foi alcançado entre o último desses atos, a redistribuição deste processo para minha relatoria e a sua inclusão em pauta de julgamento.

14. Ante o exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

### *Ilegitimidade passiva dos Fundos Safra*

15. Também entendo que não merece acolhida a alegação dos Fundos Safra de ilegitimidade para figurar no polo passivo deste processo.

16. A circunstância de os fundos de investimento constituírem entes sem personalidade jurídica não impede, por si só, a sua responsabilização na esfera administrativa. O entendimento desta autarquia e do Poder Judiciário<sup>10</sup> é firme no sentido de que, embora desprovidos de personalidade jurídica, os fundos detêm capacidade processual e, em tese, podem figurar no polo passivo de processos administrativos sancionadores<sup>11</sup>.

17. Importa destacar, nesse sentido, que o precedente invocado para fundamentar tal argumento não conduz à conclusão pretendida. Naquele caso, embora o Colegiado tenha concluído, ao final, pela improcedência da imputação formulada em face do fundo de

---

<sup>10</sup> Cf. TJSP, Apelação Cível nº 1082727-39.2013.8.26.0100, Rel. Des. Henrique Rodriguero Clavasio, j. em 09/10/2017: “Desse modo, sendo as sociedades, ainda que irregulares, pessoas jurídicas, mesmo sendo os fundos de investimento entes despersonalizados, vale dizer, um condomínio e ou sociedade sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos que se destinam a aplicação de ativos financeiros com a finalidade de mitigação de riscos, possível a eles se reconhecer capacidade de direito e por decorrência capacidade postulatória ativa e passiva.”. No mesmo sentido: TJSP, Apelação Cível nº 1004984-16.2019.8.26.0011, Rel. Des. Nuncio Theophilo Neto, j. em 16/09/2025; TJSP, Agravo de Instrumento nº 2183940-02.2021.8.26.0000, Rel. Des. Jonize Sacchi de Oliveira, j. em 30/11/2021; TJSP, Agravo de Instrumento nº 2154023-11.2016.8.26.0000, Rel. Des. Itamar Gaino, j. em 24/10/2016.

<sup>11</sup> A esse respeito, cf.: “[...] os fundos, não obstante careçam tais estruturas de personalidade jurídica, posto terem a natureza jurídica de condomínio, conservam a capacidade postulatória, pelo que, em tese, podem ser autores ou réus em processos de qualquer natureza. Com efeito, não me parece que, ao mudarem os condôminos, neste caso, os cotistas, muda também o condomínio. Tampouco se há mudança do administrador. Até porque, no caso concreto, a imputação dá-se com relação à negociação no mercado de valores mobiliários” (PAS CVM nº 23/2000, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25/05/2010). No mesmo sentido: (i) PAS CVM nº RJ2018/4059, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/12/2022; e (ii) PAS CVM nº RJ2017/4719, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 01/06/2021.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

investimento, não reconheceu sua ilegitimidade passiva como questão preliminar. Ao contrário, enfrentou normalmente o mérito da acusação para, apenas então, concluir por sua absolvição<sup>12</sup>.

18. Cumpre destacar, ainda, que a inclusão de fundos de investimento no polo passivo de processos administrativos sancionadores envolvendo o uso indevido de informação privilegiada não é medida estranha a esta autarquia, havendo diversos precedentes em que tais veículos foram chamados a responder por operações realizadas em suas carteiras com suposto uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado<sup>13</sup>.

19. Diante do exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

### *Suposta invalidade da Peça de Acusação*

20. Também não merece acolhida a preliminar suscitada por Décio Goldfarb de que a Peça de Acusação seria inválida em razão de supostos erros materiais e vícios formais.

21. Com efeito, as questões suscitadas pelo acusado não configuram matéria preliminar, mas controvérsias diretamente relacionadas ao mérito do processo, que não comprometem a validade da Peça de Acusação nem constituem fundamento para o arquivamento do presente PAS.

22. A controvérsia quanto ao momento em que o acusado teria decidido alienar sua posição acionária, bem como quanto à existência ou não de vínculos pessoais e profissionais aptos a explicar o eventual acesso à informação privilegiada, dizem respeito justamente à valoração de elementos fáticos-probatórios constantes dos autos e à aferição dos pressupostos

---

<sup>12</sup> Nesse sentido: “Ressalvo apenas que, ao contrário do que sugere a Comissão de Inquérito, dadas as circunstâncias particulares que envolvem o caso, entendo não ser cabível a apenação dos fundos de investimento administrados pelas empresas do grupo Fator e voto pela absolvição do Fator Brazil Fund Ltd., Plural FIA, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar e Fator FEB FMIA CL. Tal iniciativa ocorreria com prejuízo para os cotistas destes fundos e, ainda que alguns deles sejam diretores ou funcionários do conglomerado, entendo que não devem ser punidos devendo a sanção recair sobre os responsáveis pela decisão de investimento.” (PAS CVM nº 18/01, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 04/11/2004).

<sup>13</sup> Nesse sentido, cf.: PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 04/06/2019; PAS CVM nº 29/2009, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 17/12/2013; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

necessários à caracterização do ilícito administrativo, o que será oportunamente examinado neste voto.

23. Também não prospera a alegação de que a Peça de Acusação padeceria de vícios formais por ausência de individualização da conduta ou de adequada motivação. Ao contrário, os fatos atribuídos ao acusado são descritos de forma suficientemente individualizada, indicando as operações reputadas suspeitas, o contexto em que foram realizadas e os elementos probatórios que, na visão da área técnica, justificariam a imputação.

24. A acusação foi construída a partir da análise específica das operações realizadas pelos acusados com ações de emissão do Banco PanAmericano, destacando, entre outros aspectos, a alienação integral de sua posição poucos dias antes da divulgação do Fato Relevante, bem como os elementos que, segundo a área técnica, poderiam indicar eventual acesso a informação privilegiada. O fato de tais elementos virem a ser posteriormente acolhidos ou afastados pelo Colegiado constitui questão de mérito e não interfere na suficiência da narrativa fática constante da Peça de Acusação.

25. Tampouco procede a alegação de que seria indispensável, já na fase acusatória, a demonstração direta do efetivo uso da informação privilegiada. Como será explicado adiante, a apuração de ilícitos de *insider trading*, especialmente na modalidade secundária, admite a utilização de prova indiciária, desde que o conjunto probatório seja formado por elementos robustos, convergentes e adequadamente considerados.

26. A avaliação acerca da suficiência desses indícios para fundamentar eventual condenação compete ao Colegiado por ocasião do julgamento do mérito. Diversa, contudo, é a análise acerca da viabilidade da instauração do processo sancionador, para a qual basta que a área técnica, diante de elementos concretos compatíveis com os pressupostos fáticos e jurídicos da infração investigada, apresente imputação suficientemente fundamentada, como ocorreu no presente caso.

27. Não verifico, portanto, qualquer afronta aos deveres de motivação e individualização inerentes aos atos administrativos sancionadores. A Peça de Acusação delimitou adequadamente os fatos imputados ao acusado, os fundamentos jurídicos da imputação e os



## 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](http://www.cvm.gov.br)

elementos probatórios que a embasaram, assegurando o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa.

28. Diante do exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

### *Fato superveniente suscitado por Décio Goldfarb*

29. Por fim, aprecio o fato superveniente suscitado por Décio Goldfarb, consistente na alegação de que o arquivamento do Inquérito Policial nº 3000.2017.003222-4 deveria motivar o afastamento de sua responsabilização neste PAS. Adianto que a alegação não merece acolhida, seja como preliminar, seja como argumento de mérito, tal como subsidiariamente deduzida pelo acusado em sua manifestação complementar.

30. Conforme manifestado pela SPS e pela PFE-CVM, com cujas conclusões concordo, as instâncias administrativa e penal são independentes entre si, nos termos do art. 7º da Lei nº 13.869/2019, o qual ressalva a comunicação entre as esferas apenas quando a decisão criminal reconhecer a inexistência do fato ou a negativa de autoria. Fora dessas hipóteses expressamente delimitadas, a decisão proferida na esfera penal não produz efeito vinculante sobre o processo administrativo sancionador.

31. Em concreto, o arquivamento do referido inquérito policial decorreu exclusivamente do reconhecimento de litispendência com ação penal anteriormente ajuizada<sup>14</sup>, não havendo qualquer pronunciamento sobre a inexistência dos fatos investigados, sobre a autoria atribuída a Décio Goldfarb ou sobre a suficiência dos elementos probatórios. Trata-se, ademais, de decisão que sequer versou sobre o mérito da imputação penal, limitando-se a obstar a duplicidade de persecução criminal em razão de outra ação já em curso. Cuida-se, portanto, de decisão fundada em questão estritamente processual, que não se enquadra em nenhuma das ressalvas do art. 7º da Lei nº 13.869/2019 e, por conseguinte, é incapaz de produzir os efeitos pretendidos pela defesa sobre esta instância administrativa.

32. Tampouco procede a alegação de “arquivamento implícito” em favor de Décio Goldfarb, baseada no argumento de que o arquivamento do inquérito policial demonstraria que a própria esfera criminal teria tratado a conduta do acusado como abrangida por aquela

---

<sup>14</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

persecução penal, o que, para a defesa, resultaria no reconhecimento de que não subsiste imputação autônoma a ser dirigida contra ele, efeito que se estenderia a este PAS, o que levaria a coisa julgada, litispendência ou *bis in idem*.

33. Como esclarecido pela SPS e pela PFE-CVM, a caracterização de coisa julgada ou litispendência pressupõe, nos termos do art. 337, §§3º e 4º, c/c o art. 15 do Código de Processo Civil, a tríplice identidade de partes, causa de pedir e pedido – circunstância que não se verifica na situação em tela.

34. Diante do exposto, voto também pela **rejeição** dessa preliminar.

### III. MÉRITO

35. Superadas as preliminares, passo à análise do mérito deste PAS.

36. Em linhas gerais, o ilícito de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) consiste na negociação de valores mobiliários por quem detém informação relevante ainda não divulgada ao mercado, valendo-se dessa assimetria informacional para obter vantagem indevida, para si ou para terceiro. A vedação tem por finalidade justamente preservar a igualdade de acesso à informação, a confiança dos investidores e a integridade do mercado de capitais<sup>15</sup>.

37. Conforme entendimento consolidado pelo Colegiado desta autarquia<sup>16</sup>, a caracterização do ilícito em questão exige a comprovação cumulativa de três requisitos: **(i)** a existência de informação privilegiada – assim entendida aquela que seja relevante e ainda não

---

<sup>15</sup> Como esclarece a doutrina, “o abuso de informações privilegiadas não lesiona apenas a companhia e seus acionistas, mas todo o mercado de capitais”, de modo que “os demais participantes do mercado [...] sentem-se, compreensivelmente, logrados pela atuação do insider” e “[p]essoas que sequer investem no mercado de valores mobiliários se sentem desestimuladas a fazê-lo, ao tomar conhecimento dessa deslealdade concorrencial” (cf. Marcelo Costenaro Cavali, *Insider trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada*, São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 141).

<sup>16</sup> Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 02/07/2024; **(ii)** PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/03/2023; **(iii)** PAS CVM nº RJ2016/7189, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/02/2020; **(iv)** PAS RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015; **(v)** PAS RJ2013/2714, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 07/10/2014; **(vi)** PAS CVM nº 15/04, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 07/07/2009; **(vii)** PAS CVM nº 13/2000, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 17/04/2002.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

divulgada ao mercado<sup>17</sup>; **(ii)** o efetivo acesso do agente a essa informação; e **(iii)** a utilização da informação privilegiada na negociação de valores mobiliários, com o objetivo de auferir vantagem indevida para si ou para outrem.

38. Originalmente, a vedação ao uso de informação privilegiada estava associada apenas à figura do *insider* primário – isto é, aquele que tem acesso à informação em razão da existência de vínculo direto com a companhia. Contudo, a partir da reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, a referida proibição passou a alcançar também o chamado ***insider secundário***<sup>18</sup>, compreendido como o terceiro que, embora não ocupe cargo ou função no emissor, tem acesso à informação relevante ainda não divulgada e a utiliza em negociações no mercado de valores mobiliários. **É nessa segunda categoria que se enquadram os acusados deste PAS.**

39. A distinção entre essas duas categorias tem consequências probatórias relevantes no âmbito dos processos administrativos sancionadores que tramitam nesta autarquia. Enquanto em relação ao *insider* primário se admite presunção *juris tantum* de posse da informação privilegiada<sup>19</sup>, não há presunção equivalente quanto ao *insider* secundário. Nessa hipótese, cabe à acusação demonstrar que o acusado efetivamente tomou conhecimento da informação antes de realizar as operações questionadas. Somente após comprovado esse acesso incide,

---

<sup>17</sup> A informação é caracterizada como relevante quando é capaz de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários emitidos pelo emissor, nos termos do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 e do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Por sua vez, o fato da informação ainda não ter sido divulgada implica que a sua detenção confere privilégio ao seu titular em contrapartida ao restante dos investidores no mercado. Nesse sentido: “Para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público” (PAS CVM nº RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/07/2015).

<sup>18</sup> Mais precisamente, isso se deu por meio da inclusão do §4º no art. 155 da Lei nº 6.404/1976, dispositivo responsável por estender a referida previsão a “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. Na esfera infralegal, o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002 seguiu o mesmo caminho de ampliar os destinatários da vedação a negociação com informações relevantes ainda não divulgadas, ao prever que “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”.

<sup>19</sup> A presunção de acesso à informação privilegiada pelo *insider* primário encontra base normativa no art. 13, §1º, inciso II, da Resolução CVM nº 44/2021, segundo o qual: “§1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que: [...] II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada”.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

sobre o *insider* secundário, a presunção relativa, prevista no art. 13, §1º, inciso I, da Resolução CVM nº 44/2021<sup>20</sup>, de que as operações foram realizadas com base nesse conhecimento<sup>21</sup>.

40. Por essa razão, a apuração de casos envolvendo *insider* secundário apresenta maior complexidade. Como raramente há prova direta do acesso à informação e de sua utilização para a negociação no mercado de valores mobiliários, admite-se a formação do convencimento com base em prova indiciária<sup>22</sup>. Para sustentar uma condenação, contudo, é necessário haver indícios múltiplos, graves, precisos e convergentes, capazes de demonstrar, com segurança, que o acusado teve acesso à informação privilegiada e negociou em razão desse conhecimento<sup>23</sup>.

41. Vale destacar, entretanto, que, conforme o entendimento consolidado deste Colegiado, **a prova do acesso à informação privilegiada não impõe que a acusação reconstrua**

---

<sup>20</sup> Art. 13. [...] §1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que: I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação.

<sup>21</sup> Nesse sentido, cf.: “[c]abe, portanto, à Acusação, em negociações realizadas por *insiders* secundários previamente à divulgação de uma informação relevante sobre a Companhia, provar a posse da informação pelos mesmos, pois somente a partir daí se opera contra eles a presunção de que negociaram com o intuito de obter vantagem indevida” (PAS CVM nº 05/2014, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15/06/2021). No mesmo sentido: Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 563-564.

<sup>22</sup> Sobre a admissibilidade da prova indiciária no âmbito do processo administrativo sancionador, ainda que não se cuide especificamente de caso de *insider trading*, vale citar o entendimento consolidado no paradigmático PAS CVM nº 22/1994 (Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 15/04/2004), no qual se assentou a clássica distinção entre o “mero indício” e a “prova indiciária”: “[h]á que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado”. A utilização de indícios como meio de prova é hoje pacífica na jurisprudência desta autarquia, justamente porque, em regra, as infrações ao mercado de valores mobiliários não deixam prova direta, o que torna o raciocínio indiciário indispensável à atividade sancionadora.

<sup>23</sup> A esse respeito, vale citar a manifestação de voto proferida pelo então Diretor Otavio Yazbek no PAS CVM nº 13/2009 (Dir. Rel. Eli Loria, j. em 13/12/2011): “[...] nos casos envolvendo *insiders* secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de insider de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, **formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes**, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal” (grifos meus).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

**integralmente o percurso da informação desde sua origem até o acusado, tampouco que se identifique com exatidão a fonte do repasse<sup>24</sup>.**

42. Ao examinar os precedentes desta autarquia, Nelson Eizirik sintetiza esse entendimento ao assinalar que, em casos envolvendo *insiders* secundários, é suficiente demonstrar que o acusado detinha a informação privilegiada no momento da realização das operações, ainda que não seja possível esclarecer como ela lhe foi transmitida:

“A jurisprudência da Autarquia consolidou o entendimento de que é desnecessária a demonstração do caminho que a informação relevante percorreu até aquele que a utilizou indevidamente. Como os *insiders* secundários têm acesso à informação relevante por outros meios que não seu cargo ou função, é preciso que a acusação comprove a posse da informação, mas não como ela foi repassada do insider primário ao secundário.”<sup>25</sup>

43. É necessário, contudo, que o conjunto indiciário permita apontar um caminho possível de transmissão da informação até o agente ou, **ao menos**, demonstre, com grau suficiente de certeza e segurança, que o acusado realizou as operações de posse dessa informação, **ainda que não seja possível identificar o meio pelo qual ela lhe foi transmitida<sup>26</sup>.**

---

<sup>24</sup> A esse respeito, vale citar a manifestação de voto proferida pelo então Diretor Marcos Pinto no âmbito do PAS CVM nº 24/05 (Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 07/10/2008): **“Na minha opinião, 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.** A necessidade de identificar um informante dentro da companhia, inspirada no direito norte-americano e muito criticada por lá, não foi acolhida no nosso sistema jurídico. **Entre nós, basta que o acusado tenha negociado com informação relevante não-divulgada ao mercado para que se caracterize a infração.** O art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, introduzido na reforma de 2001, deixa isso bem claro: Art. 155 [...] §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. Como se vê, **o dispositivo legal não exige que o informante seja identificado; basta que a pessoa que negociou no mercado ‘tenha tido acesso’ a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos canais próprios.**” (grifos meus). A partir do referido precedente, consolidou-se, no âmbito da CVM, o entendimento de que, para a configuração do uso indevido de informação privilegiada, não é necessária a demonstração do percurso da informação até o *insider*, tampouco a identificação da fonte ou do modo pelo qual ela foi obtida, bastando que se comprove que o agente, ao negociar, detinha informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Nesse sentido: (i) PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/09/2017; (ii) PAS CVM nº 25/2010, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/07/2017; (iii) PAS CVM nº RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/07/2015; (iv) PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012.

<sup>25</sup> Nelson Eizirik, A Lei das S/A comentada, v. 3, 4. ed., São Paulo: Quartier Latin, 2025, pp. 172-173.

<sup>26</sup> A esse respeito, cf.: “Nota-se claramente que, na visão da CVM, efetivamente não é necessária, para a configuração do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, a identificação do informante, ou da forma



## 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](http://www.cvm.gov.br)

44. Se, ao contrário, os elementos constantes dos autos suscitarem dúvida razoável quanto ao acesso à informação privilegiada pelo *insider* secundário ou à influência desse conhecimento sobre as operações, não estarão presentes os pressupostos necessários à condenação. Nessa hipótese, a absolvição do acusado decorrerá diretamente da presunção constitucional de inocência, da qual emana o princípio do *in dubio pro reo*, que atribui à acusação o ônus de comprovar a infração e impede que lacunas probatórias sejam supridas por presunções desfavoráveis ao acusado<sup>27</sup>.

45. Feitas essas considerações, passo ao exame do caso concreto.

46. Quanto ao primeiro requisito do ilícito de *insider trading* – a existência de informação privilegiada –, entendo não haver maior controvérsia na situação ora analisada. No período em que os acusados negociaram BPNM4, havia informação relevante ainda não divulgada ao mercado, consistente nas tratativas sigilosas entre o BCB, o FGC e o Banco PanAmericano acerca da real situação patrimonial do emissor e do necessário aporte de recursos. Ao que tudo indica, a informação também ostentava caráter confidencial, pois não há nos autos elementos que indiquem que esses fatos já fossem de conhecimento público. Tampouco existem evidências de que eventual rumor a esse respeito estivesse suficientemente disseminado e assimilado pelo mercado a ponto de afastar sua natureza privilegiada<sup>28</sup>.

---

pela qual o infrator obteve a informação relevante ainda não divulgada, na medida em que, inclusive no particular, a Autarquia reconhece plenamente o valor da prova indiciária. Por outro lado, em determinadas situações, a inexistência de identificação do informante ou da via de acesso à informação relevante pode, em termos práticos, fragilizar ou até inviabilizar uma condenação por *insider trading*. Em suma, é imperioso que se consiga demonstrar, ao menos por meio de uma coleção de indícios, sérios e concatenados, que a pessoa que negociou no mercado tenha tido acesso a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos meios próprios.” (Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, Mercado de capitais: regime sancionador, São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 155-156).

<sup>27</sup> Nesse sentido, vale citar o entendimento que vigorou no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/2384 (Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/11/2019), no qual se apurava a responsabilidade de investidor por uso de informação privilegiada em negociações com ações de determinada companhia. Naquele caso, embora presentes alguns indícios que evidenciavam a prática do ilícito, o Colegiado concluiu que “os indícios da prática de *insider trading* não seriam múltiplos, consistentes e convergentes”, tendo absolvido o acusado “em concretização ao princípio da presunção de inocência”, diante dos contraindícios que suscitaram dúvida razoável a esse respeito. No mesmo sentido: (i) PAS CVM nº 19957.007375/2022-43, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 26/03/2024; (ii) PAS CVM nº 19957.002923/2017- 81, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 26/09/2023; e (iii) PAS CVM nº 19957.001639/2016-15, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/11/2019.

<sup>28</sup> Com efeito, a mera circulação de boatos ou rumores não afasta, por si só, o caráter sigiloso da informação, pois a distinção entre rumor de mercado e informação privilegiada depende, sobretudo, do grau de precisão, confiabilidade e certeza atribuído ao conteúdo conhecido pelo investidor. Não obstante, a informação relevante



## 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](http://www.cvm.gov.br)

47. A discussão central deste PAS reside, portanto, em saber se os acusados tiveram acesso a essa informação e se as operações ora analisadas foram realizadas em razão desse conhecimento.

48. Para demonstrar tais fatos, a Acusação apoia-se, essencialmente, em três grupos de indícios: **(i)** os vínculos existentes entre os acusados e pessoas que supostamente teriam conhecimento da informação privilegiada; **(ii)** a alegada ausência de justificativa econômica autônoma para a realização das operações com ações de emissão do Banco PanAmericano; e **(iii)** o *timing* dessas operações, concentradas no período compreendido entre a celebração do Termo de Comparecimento e a divulgação do Fato Relevante.

49. Passo, a seguir, ao exame desses critérios em relação aos acusados.

*Décio Goldfarb*

50. Em primeiro lugar, quanto aos **vínculos pessoais de Décio Goldfarb apontados como possível meio de transmissão da informação privilegiada**, a Acusação sustenta, de um lado, a existência de relação entre o acusado e Senhor Abravanel (então controlador do Banco PanAmericano) e, de outro, a existência de vínculo entre o acusado e Moise Safra (então controlador do Banco Safra BSI S.A., instituição gestora dos Fundos Safra).

---

pode perder o caráter reservado quando seu conteúdo essencial já tiver sido amplamente disseminado e absorvido pelo mercado, ainda que por canais diversos dos formalmente previstos na regulamentação. Não basta, contudo, qualquer vazamento ou referência genérica e especulativa: deve-se verificar, à luz das circunstâncias do caso concreto, se as divulgações anteriores eram suficientemente impactantes e precisas para eliminar a assimetria informacional, considerando-se, entre outros fatores, o teor das notícias, a credibilidade das fontes, eventual confirmação oficial e a reação da cotação dos valores mobiliários. Nesse sentido: “Não obstante, a jurisprudência da CVM já reconheceu que a informação amplamente disseminada, ainda que por canais outros que não os indicados na regulação, perde o seu caráter reservado e, por conseguinte, não pode ser considerada privilegiada. Nesse sentido, no PAS CVM nº 06/2003, julgado em 14.09.2005, Diretora-Relator Norma Jonssen Parente, a CVM entendeu que ‘a informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários’. Da mesma forma, no PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.08.2012, o Colegiado absolveu todos os acusados em razão de a operação ter sido objeto de boatos de mercado, discussões em blogs e notícias de jornal. [...] Em todos os casos, a CVM reconhece que a informação amplamente disseminada não pode configurar uma informação privilegiada. Contudo, não é qualquer vazamento, ou notícia, que elimina o caráter reservado da informação privilegiada, sendo necessário verificar se tal vazamento efetivamente disseminou a informação no mercado. Essa análise dependerá, sempre, das circunstâncias do caso concreto – a divergência dos votos proferidos no PAS CVM nº RJ2013/8609, a meu ver, indica que essa análise factual muitas vezes não é evidente.” (PAS CVM nº 2014/577, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 11/12/2017).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

51. Em relação ao primeiro vínculo, a área técnica aponta que Décio Goldfarb e Senhor Abravanel integravam a governança da AACD à época dos fatos, na qualidade, respectivamente, de vice-presidente e conselheiro, e de membro do conselho consultivo da entidade. A defesa, por sua vez, sustenta que não havia qualquer outra ligação entre ambos além dessa circunstância institucional, e afirma apenas que o acusado não mais exercia a presidência da AACD à época dos fatos.

52. Embora a alegação da defesa não enfrente diretamente a tese acusatória, que se fundamenta justamente nos cargos que esta afirma terem sido exercidos por Décio Goldfarb na estrutura de governança da AACD, entendo que os elementos constantes dos autos são insuficientes para conferir suporte à hipótese de transmissão de informação privilegiada com base nesse relacionamento.

53. Também não identifico maior consistência no vínculo entre o acusado e Moise Safra como um possível meio de transmissão da informação privilegiada. Conforme demonstrado pela defesa, Moise Safra alienou sua participação societária no Banco Safra BSI S.A. a Joseph Safra em 2006, deixando, desde então, de manter qualquer vínculo societário ou de administração com a instituição<sup>29</sup>. Logo, à época dos fatos objeto do PAS, no segundo semestre de 2010, Moise Safra já não integrava os quadros societário ou administrativo da gestora dos Fundos Safra há cerca de quatro anos. Assim, sequer se pode presumir que ele detivesse acesso próprio à informação privilegiada supostamente originada no âmbito do Banco Safra BSI S.A., restando prejudicada a hipótese de que Moise Safra pudesse ter repassado a informação a Décio Goldfarb.

54. Cumpre destacar, nesse sentido, o entendimento consolidado pelo Colegiado desta autarquia de que vínculos pessoais ou profissionais, ainda que efetivamente demonstrados, não autorizam, por si só, a presunção de acesso à informação privilegiada<sup>30</sup>. No caso de Décio

---

<sup>29</sup> Doc. nº 0889175, pp. 133-140.

<sup>30</sup> Nesse sentido: “Ainda que relações pessoais ou profissionais possam ser consideradas indícios que indicam a transmissão de informação privilegiada, **a mera existência dessas relações, isoladamente consideradas, não é suficiente para se concluir pelo repasse de informação privilegiada**, pois é essencial que existam evidências fortes e robustas que demonstrem que o acusado efetivamente teve acesso a uma informação concreta, real e não apenas um rumor” (grifos meus) (PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 02/07/2024). No mesmo sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.001830/2021-16, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 02/07/2024; e **(ii)** PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Goldfarb, além de não haver demonstração de contato contemporâneo aos fatos com Senhor Abravanel ou Moise Safra, os vínculos apontados pela Acusação não foram corroborados pelo conjunto probatório como suficientemente fortes para servirem como possíveis canais de transmissão da informação relevante.

55. Por outro lado, no que se refere à **fundamentação econômica das operações realizadas por Décio Goldfarb**, entendo que, embora a defesa tenha apresentado elementos dotados de alguma plausibilidade, eles não afastam satisfatoriamente os indícios que sustentam a tese acusatória quando examinados em conjunto, sobretudo, quando confrontados com o histórico e o comportamento negocial do acusado.

56. Primeiramente, não se mostra convincente a alegação de que a decisão de venda teria sido embasada pelos dois relatórios de análise de agosto e outubro de 2010, pois, embora tais documentos recomendassem a alocação em bancos de grande porte, em detrimento dos bancos médios e pequenos, **o comportamento de Décio Goldfarb não parece revelar uma adesão consistente a essa orientação**. A reconstrução dessas decisões é sempre capciosa e o viés retrospectivo frequentemente se mostra uma métrica injusta, mas, ainda assim, algumas discrepâncias merecem destaque.

57. Com efeito, constata-se que, doze dias após a publicação do primeiro relatório em 01/08/2010, Décio Goldfarb adquiriu 30.000 BBAS3, das quais alienou 40,7% apenas vinte dias depois. Além disso, conforme destacado pela Acusação, a aquisição de 105.900 BBDC3 pelo acusado, em 05/10/2010, apresentou características de mera substituição de posição, pois foi acompanhada, no mesmo dia, da venda de 69.900 ITUB4, por valor financeiro equivalente, próximo a R\$2,9 milhões – o que evidencia simples permuta entre ativos de um mesmo segmento (bancos de grande porte), e não incremento de exposição a essa classe em detrimento dos bancos médios, como seria de esperar caso os relatórios efetivamente norteassem suas decisões. Ademais, em 03/09/2010, o acusado havia vendido 4.800 BBDC4, em sentido contrário à recomendação.

58. A meu ver, do conjunto dessas circunstâncias extrai-se que os relatórios de análise mencionados por Décio Goldfarb parecem ter sido mobilizados muito mais como justificativa construída *a posteriori* do que como fundamento efetivo da decisão de venda das ações do Banco PanAmericano pelo acusado.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

59. Por sua vez, quanto à comparação entre o tratamento conferido, por Décio Goldfarb, a BPNM4 e às ações de B.S. S.A. e B.D. S.A., também integrantes da carteira do acusado e alienadas apenas posteriormente, reconheço que a justificativa apresentada pela defesa possui alguma lógica econômica. A deterioração mais acentuada dos resultados do Banco PanAmericano poderia, em princípio, explicar a prioridade atribuída à venda de suas ações. Essa explicação, contudo, perde força quando confrontada com o comportamento posterior do acusado e com os critérios por ele invocados para justificar sua estratégia de desinvestimento.

60. Segundo a defesa, o desempenho relativamente mais favorável de B.S. S.A. e B.D. S.A. justificaria a manutenção temporária desses ativos em carteira. Embora essa circunstância confira alguma plausibilidade ao tratamento diferenciado, isso é limitado pelo fato de que ambas as posições foram alienadas pelo acusado pouco tempo depois da liquidação da sua posição em BPNM4, apesar dos resultados positivos e da estabilidade de suas cotações. Naturalmente, esse comportamento não afasta, por si só, a possibilidade de que os resultados trimestrais tenham influenciado a ordem das vendas, mas evidencia que a análise fundamentalista não constituiu critério determinante para a permanência dos ativos na carteira. A comparação entre o desempenho das instituições, portanto, oferece uma explicação possível, mas insuficiente para superar as fragilidades da fundamentação econômica apresentada pela defesa.

61. Ademais, não atribuo especial relevância ao teor da ligação telefônica em que o acusado transmite a ordem de venda ao operador e faz referência ao histórico recente de desvalorização do papel<sup>31</sup>. O diálogo é compatível tanto com a conduta de um investidor que acompanhava a evolução pública da cotação do ativo quanto com a hipótese sustentada pela Acusação. Trata-se, portanto, de elemento neutro, que, a meu ver, não reforça nenhuma das teses ora examinadas.

62. Se a formação da convicção da Acusação tivesse, porém, se restringido a esses dois primeiros, elementos, a minha própria conclusão acerca da conduta do acusado talvez fosse outra por força de algumas dúvidas razoáveis que poderiam ser suscitadas. Tais dúvidas foram, contudo, afastadas a partir da análise da terceira linha de argumentos acusatórios. Com efeito,

---

<sup>31</sup> Docs. nº 0889170, pp. 143-144 e doc. nº 0889175, p. 17.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

no que se refere ao **timing das operações realizadas por Décio Goldfarb**, entendo que o acusado não logrou oferecer explicação idônea para afastar o indício de ilicitude. A ausência de plausibilidade das justificativas apresentadas foi crucial para a formação do meu convencimento.

63. Primeiramente, quanto ao fato de a venda das ações ter ocorrido na véspera da divulgação do Fato Relevante, reputo frágeis os contra-argumentos trazidos pelo acusado, de que teria sido surpreendido pela divulgação do Fato Relevante em 09/11/2010 – o que seria evidenciado pela ligação telefônica referida acima do dia anterior – e de que a alienação a preço já deprimido seria incompatível com a conduta de quem detivesse informação privilegiada.

64. A meu ver, a circunstância de a liquidação quase integral da posição do acusado em BPNM4 ter-se dado precisamente na véspera da divulgação de fato relevante não é neutralizada pela mera afirmação de surpresa, nem pela conversa gravada, que apenas demonstra a atenção do acusado à cotação, sem excluir a possibilidade de conhecimento de elemento informacional adicional. Igualmente, a venda a preço mais baixo, embora milite em algum grau em favor do acusado, não é decisiva, pois a antecipação da alienação diante de um evento negativo iminente pode ter justamente por finalidade evitar prejuízo ainda maior. Neste ponto específico, portanto, a defesa não logrou desconstituir o indício.

65. Por sua vez, quanto à alegação da Acusação de que Décio Goldfarb teria demorado cerca de três meses para atuar sobre informação disponível desde agosto de 2010, a defesa de Décio Goldfarb tampouco apresenta contraindícios consistentes.

66. Segundo o acusado, a decisão não de liquidar a sua posição em BPNM4 teria sido motivada diretamente pelas informações disponíveis em agosto de 2010, mas pelo relatório de análise datado de 26/10/2010, que o teria levado a examinar com maior atenção a situação financeira do Banco PanAmericano e o histórico de cotação de suas ações. A meu ver, contudo, essa explicação não é suficiente para neutralizar o indício apontado pela Acusação. O relatório de 26/10/2010 não parece ter revelado fato novo capaz de justificar, por si só, a mudança de comportamento do acusado, de modo que as conclusões nele apresentadas poderiam ser extraídas de documentos e informações que já estavam disponíveis anteriormente. Quando muito, o referido documento teria reunido e interpretado dados



## 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](http://www.cvm.gov.br)

preexistentes, de modo que sua publicação não parece constituir marco objetivo e suficientemente distintivo para explicar por que a decisão de venda teria sido formada apenas naquele momento.

67. De todo modo, ainda que se admitisse, em benefício da defesa, que o relatório de análise de 26/10/2010 tenha funcionado como o efetivo gatilho da decisão de desinvestimento do acusado, essa premissa apenas reduziria o intervalo considerado pela Acusação de aproximadamente três meses para cerca de duas semanas.

68. É certo que esse lapso, em teoria, não é inverossímil para um período de avaliação e amadurecimento da decisão de realizar uma operação no mercado de valores mobiliários. O aspecto relevante, contudo, não está apenas na duração do intervalo, mas no momento preciso em que a venda foi executada: depois de dias em que as informações invocadas pela defesa já estavam disponíveis, o acusado concentrou a alienação de sua posição justamente na véspera da divulgação do Fato Relevante. Essa coincidência temporal não autoriza, por si só, a conclusão de que a operação tenha sido realizada com base em informação privilegiada, mas a coincidência também não é satisfatoriamente explicada pela simples referência ao relatório de análise.

69. Já no que concerne a alegada atipicidade do *modus operandi* do acusado, a Acusação ressaltou que a posição em BPNM4 foi praticamente encerrada em um único pregão, enquanto as alienações das ações de B.S. S.A. e B.D. S.A. foram realizadas posteriormente e distribuídas ao longo de vários dias. A meu ver, a defesa não apresentou explicação suficientemente consistente para justificar essa diferença de comportamento e, assim, afastar o indício apontado.

70. Inicialmente, não procede a alegação de que a assimetria de execução entre BPNM4 e as ações de B.S. S.A. e B.D. S.A. decorreria da diferença de liquidez entre os ativos. A Acusação demonstrou que, em teoria, havia liquidez suficiente para a alienação integral desses papéis em prazo muito mais curto. Conforme os dados constantes nas Tabelas 4 e 5 da Peça de Acusação<sup>32</sup>, as 50.500 ações de B.D. S.A. poderiam ter sido vendidas nos pregões de 01,

---

<sup>32</sup> Doc. nº 0889174, pp. 72-73.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

03 e 04/11/2011, e as 135.000 ações de B.S. S.A. poderiam ter sido integralmente liquidadas já em 03/11/2010.

71. O argumento relativo à adoção de um preço mínimo de venda tampouco explica satisfatoriamente a diferença observada. A fixação de um piso de preço, quando muito, pode justificar o escalonamento das ordens dentro de determinado patamar de cotação, mas não esclarece por que as alienações de B.D. S.A. e B.S. S.A. somente tiveram início em 11 e 12/11/2010<sup>33</sup>, após a divulgação do Fato Relevante. A alegação, portanto, pode explicar a forma de execução das vendas, mas não o momento escolhido para iniciá-las.

72. Reconheço que a proximidade temporal entre as operações confere alguma plausibilidade à tese de que o acusado pretendia reduzir sua exposição a ações de bancos de pequeno e médio porte. Ainda assim, permanece relevante a diferença de tratamento conferida aos ativos. BPNM4 foi a primeira posição alienada e a única praticamente zerada, de maneira concentrada, imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante. Já as posições em B.S. S.A. e B.D. S.A. somente começaram a ser desfeitas após esse evento e ao longo de diversos pregões, embora já houvesse liquidez suficiente para sua alienação e os fundamentos invocados para justificar o desinvestimento fossem conhecidos anteriormente. Essa diferença de tratamento, embora não seja conclusiva por si só, conserva valor indiciário quando apreciada em conjunto com os demais elementos constantes dos autos.

73. Também não é suficiente para afastar esse indício o histórico de negociação apresentado pela defesa de Décio Goldfarb, composto por 26 operações em que o acusado teria liquidado integralmente posições em diferentes ativos em um único pregão<sup>34</sup>. Os exemplos reunidos não demonstram que esse comportamento integrasse seu padrão habitual de negociação à época dos fatos, nem que a alienação concentrada de BPNM4 representasse mera repetição de uma prática ordinária, em vez de uma providência excepcional adotada naquela ocasião. A maior parte dos exemplos apresentados é posterior à divulgação do Fato Relevante e, por isso, possui reduzida aptidão para retratar o perfil de negociação do acusado no período sob análise. Os dois únicos exemplos anteriores, por sua vez, envolvem volumes

---

<sup>33</sup> Docs. nº 0889175, pp. 21-23, e nº 0889171, p. 179.

<sup>34</sup> Doc. nº 0889175, pp. 146-227.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

financeiros significativamente inferiores ao mobilizado em BPNM4 – posição que correspondia a cerca de 60% dos recursos por ele investidos em bancos médios.

74. Por fim, reputo igualmente frágeis os argumentos do acusado para justificar o fato de ter transmitido pessoalmente as ordens de venda das ações BPNM4 em 08 e 09/11/2010. A Acusação apontou que, em amostra de dezessete ordens no período de 08/09 a 23/12/2010, dezesseis (94,12%) foram emitidas por R.G., filho do acusado, enquanto, justamente as ordens relativas ao Banco PanAmericano – e precisamente na véspera do Fato Relevante –, foram emitidas pelo próprio Décio Goldfarb.

75. A defesa não enfrenta diretamente essa circunstância, limitando-se a aduzir que o filho do acusado apenas o auxiliava e que, neste caso, chegou a resistir à venda, além de invocar a liberdade de atuação inerente à pessoa física. Tais considerações, de caráter genérico, não explicam de forma convincente o motivo pelo qual, exatamente na operação sob suspeita e no momento mais sensível, o acusado se afastou de seu padrão usual de delegar as ordens ao filho. Neste ponto, portanto, tal como quanto à venda na véspera da divulgação da informação privilegiada, a defesa não logrou desconstituir o indício apontado pela Acusação.

76. À luz do conjunto probatório, entendo que a Acusação demonstrou, com o grau de segurança exigido, que Décio Goldfarb negociou ações BPNM4 de posse de informação privilegiada acerca da situação patrimonial do Banco PanAmericano e do aporte de recursos pelo FGC. É certo que os vínculos pessoais apontados como possíveis canais de transmissão da informação, quando considerados isoladamente, não permitem identificar com precisão sua origem nem o percurso até o acusado. Tal circunstância, contudo, não afasta a possibilidade de condenação, pois, como exposto, a comprovação do acesso à informação privilegiada não exige a reconstrução integral da cadeia de transmissão, desde que os demais elementos constantes dos autos componham um conjunto indiciário grave, preciso e convergente, apto a demonstrar que o acusado detinha conhecimento da informação privilegiada e negociou valores mobiliários de posse desse conhecimento.

77. É o que se verifica no presente caso. Décio Goldfarb concentrou a liquidação de uma posição relevante em BPNM4 justamente na véspera da divulgação do Fato Relevante, sem apresentar fundamentação econômica suficientemente consistente para explicar o momento e a forma da operação.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

78. Os relatórios de análise invocados pela defesa não encontram correspondência estável com seu comportamento negocial; a comparação com as ações de B.S. S.A. e B.D. S.A. revela que apenas BPNM4 foi alienada de maneira imediata e praticamente integral antes da divulgação; e o histórico apresentado não demonstra que a liquidação concentrada de posições de semelhante expressão constituísse prática habitual à época dos fatos. Soma-se a isso o fato de o próprio acusado ter transmitido as ordens de venda, afastando-se do padrão observado no período, em que essa atividade era quase sempre desempenhada por seu filho.

79. A convergência dessas circunstâncias afasta a hipótese de mera coincidência e permite concluir que a alienação foi realizada em razão do conhecimento da informação ainda não divulgada ao mercado.

80. Dessa forma, voto pela **condenação** de Décio Goldfarb pela infração ao art.155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

### *Fundos Safra, Banco Safra e Valmir Celestino*

81. Na sequência, passo ao exame das imputações formuladas em face dos Fundos Safra, do Banco Safra e de Valmir Celestino.

82. Embora ocupem posições jurídicas distintas nos fatos examinados no PAS, as condutas atribuídas a tais acusados decorrem do mesmo núcleo fático: as alienações de BPNM4 realizadas pelos Fundos Safra, por decisão atribuída a Valmir Celestino, no âmbito da atividade de gestão das carteiras desses fundos. Em razão disso, a análise em questão será realizada de forma conjunta, sem prejuízo da individualização da responsabilidade de cada acusado, quando necessário.

83. Nesse sentido, considero adequado o enquadramento, adotado pela Acusação, de Valmir Celestino como responsável pelas decisões de investimento ora analisadas. Isso porque, além de ocupar, à época dos fatos, a posição de superintendente de renda variável da área de administração de carteiras da gestora dos Fundos Safra, ele também foi apontado pela administradora dos fundos como responsável pelas decisões de venda de BPNM4 em questão<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Cf. resposta ao Ofício/CVM/GMA-1/nº 115/13 (doc. nº 0889170, pp. 160-164).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

84. Delimitados tais aspectos, passo ao exame do primeiro dos critérios anteriormente indicados: os **vínculos que teriam possibilitado o acesso à informação privilegiada**.

85. A esse respeito, a tese acusatória parte da premissa de que A.C., então diretor do Banco Safra, teria tomado conhecimento das tratativas entre o Banco PanAmericano e o FGC na qualidade de membro efetivo do conselho fiscal deste último. Essa premissa, contudo, foi posteriormente afastada pelo próprio FGC, em manifestação datada de 31/08/2017<sup>36</sup>, na qual esclareceu que A.C. jamais ocupou a posição de membro efetivo de seu conselho fiscal, tendo apenas atuado como suplente, sem ter participado de qualquer reunião ou deliberação sobre a operação antes da divulgação do Fato Relevante. Sua única interlocução com o tema teria ocorrido em reunião de caráter informativo realizada em 14/12/2010, já após a divulgação da informação relevante ao mercado.

86. Soma-se a isso o fato de que, conforme suscitado pela defesa, o conselho fiscal do FGC exercia, à época, função eminentemente fiscalizatória, com atuação *a posteriori*, sem competência deliberativa prévia sobre a operação em questão<sup>37</sup>.

87. Diante desse quadro, e na ausência de qualquer outro elemento que demonstre o acesso de A.C. à informação privilegiada, entendo que não há suporte fático para concluir que ele tenha tomado conhecimento da informação e, por consequência, que tenha a repassado aos acusados.

88. Ademais, ainda que se superasse a dúvida quanto ao acesso de A.C. à informação privilegiada, permaneceria sem suficiente demonstração o repasse da referida informação a M.A. – que, à época dos fatos, ocupava a posição de diretor *de asset management* do Banco Safra – e, posteriormente, deste a Valmir Celestino. Para embasar tal suposição, a Acusação ampara-se exclusivamente no depoimento de colaborador do gestor dos Fundos Safra, que afirmou apenas que M.A. “possivelmente” mantinha contato com A.C. à época dos fatos

---

<sup>36</sup> Doc. nº 0889176, pp. 122-147.

<sup>37</sup> À época dos fatos analisados no presente PAS, a organização e o funcionamento do FGC eram disciplinados pela Resolução CMN nº 3.251/2004, que aprovava e consolidava o Estatuto e o Regulamento do FGC. Nesse sentido, cf.: “Art. 28. Compete ao conselho fiscal examinar os balancetes e as demonstrações financeiras do FGC, o relatório do conselho de administração e o parecer dos auditores independentes, emitindo sobre essas peças o respectivo parecer para apreciação da assembléia geral ordinária”.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

analisados, sem indicar nenhum elemento concreto que corroborasse essa afirmação<sup>38</sup>. A meu ver, tal circunstância, por si só, é insuficiente para sustentar a existência do fluxo informacional descrito na Peça de Acusação.

89. A esse respeito, também ganha relevo a alegação suscitada pelos acusados de que não foram identificados elementos indicativos de obtenção de vantagem econômica por A.C., Valmir Celestino ou qualquer outra pessoa apontada como potencial participante da cadeia de transmissão da informação relevante. Com efeito, embora a ausência de vantagem econômica, por si só, não seja suficiente para afastar a imputação<sup>39</sup>, entendo que, no presente caso, tal circunstância reforça a dúvida quanto ao fluxo informacional descrito pela Acusação e constitui contraindício que deve ser considerado na apreciação do conjunto probatório.

90. Também chama atenção o fato de que, apesar da ampla atividade instrutória desenvolvida ao longo da investigação, a SPS não tenha promovido a oitiva de A.C. nem de M.A., precisamente as duas pessoas em torno das quais se estrutura a narrativa acusatória acerca da circulação da informação privilegiada. Considerando que a imputação repousa justamente na alegada transmissão da informação entre esses agentes e os demais acusados, seria natural que a instrução buscasse esclarecer sua efetiva participação nos fatos. A ausência dessas diligências priva os autos de elementos potencialmente relevantes para confirmar ou infirmar a própria dinâmica de circulação da informação descrita na Peça de Acusação, enfraquecendo, por consequência, a base fática da imputação.

91. Em segundo lugar, quanto à **fundamentação econômica das operações realizadas pelos Fundos Safra**, entendo que os acusados apresentaram contraindícios que, embora não sejam conclusivos nem bastem para confirmar integralmente a tese defensiva, suscitam dúvida relevante quanto à hipótese formulada pela Acusação de que o encerramento das posições em ações de emissão do Banco PanAmericano teria decorrido do acesso antecipado às informações posteriormente divulgadas no Fato Relevante.

---

<sup>38</sup> Trata-se do depoimento de L.F.G.G., superintendente responsável pela área de gestão e superior hierárquico de Valmir Celestino à época, que declarou ser subordinado a Márcio Appel (doc. nº 0889173, p. 103).

<sup>39</sup> Isso porque, conforme entendimento consolidado desta autarquia, a obtenção de benefício econômico não constitui requisito para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada. Nesse sentido, cf.: (i) PAS CVM nº RJ2015/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 20/02/2018; (ii) PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/09/2017; (iii) PAS CVM nº RJ2013/13172, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 25/04/2017; e (iv) PAS CVM nº RJ2003/5669, Dir. Rel. Sérgio Weguelin, j. em 11/07/2006.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

92. De início, reconheço que, ao contrário do que sustentam os acusados, não há nos autos elementos que permitam afirmar que os Fundos Safra tenham implementado, especificamente em 28/04/2010, uma estratégia formal de desinvestimento em bancos de pequeno e médio porte. Com efeito, não foram apresentados documentos – como atas de reuniões, memorandos internos, comunicações eletrônicas, registros de comitês de investimento ou políticas e controles internos – capazes de corroborar a alegação de que essa estratégia teria sido definida e implementada a partir daquela data, muito menos de que as decisões relativas ao investimento em BPNM4 teriam resultado de deliberação colegiada. Tampouco foram apresentados elementos econômicos contemporâneos aos fatos que permitam situar, já em abril de 2010, o início da orientação de desinvestimento alegada pela defesa.

93. A ausência de tais evidências, contudo, não afasta completamente a alegação dos acusados de que as alienações realizadas pelos Fundos Safra tenham obedecido a um racional econômico idôneo, ao menos a partir do segundo semestre de 2010 e antes da divulgação do Fato Relevante. Assim embora não seja possível precisar, com exatidão, o momento em que essa orientação de investimento teria sido efetivamente adotada, os elementos apresentados pelos acusados evidenciam que, naquele período, os Fundos Safra detinham incentivos econômicos legítimos para a redução da exposição ao Banco PanAmericano e, de forma mais ampla, ao segmento de bancos de pequeno e médio porte.

94. Com efeito, o relatório de análise de 27/09/2010, apontado pelos acusados como um dos subsídios para a liquidação da posição dos Fundos Safra em BPNM4, apresentava avaliação especificamente desfavorável em relação ao Banco PanAmericano<sup>40</sup>. Mais precisamente, o referido documento não se limitava a recomendar, de forma genérica, a redução da exposição ao setor, mas identificava expressamente o Banco PanAmericano como a instituição com a pior perspectiva entre os bancos de pequeno e médio porte então cobertos, reiterava para BPNM4 a recomendação *Underweight* – que, em termos práticos, recomendava a redução da posição no ativo – e diminuía de 10% para 5% sua participação na carteira teórica de instituições financeiras de pequeno e médio porte<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Doc. nº 0889170, pp. 226-227 e Doc. nº 0889171, pp. 2-22.

<sup>41</sup> Nesse sentido, cf.: “PanAmericano: No reason to change our UW (underweight) (PT of R\$10). 1) We do not expect funding to improve in short term. Loan cessions and DPGE represented 32% of total deposits in 2Q10.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

95. Essa avaliação encontrava respaldo nas demonstrações financeiras do Banco PanAmericano relativas ao segundo trimestre de 2010<sup>42</sup>, que evidenciavam a deterioração de indicadores relevantes de tal instituição, com o registro de prejuízo líquido e a redução da margem líquida, do retorno sobre o patrimônio líquido e do resultado de intermediação financeira.

96. Ademais, mais relevante do que a mera existência de subsídios econômicos aptos a justificar as alienações é o fato de que a explicação apresentada pelos acusados se mostra coerente com o histórico das operações efetivamente realizadas pelos Fundos Safra a partir do final de abril de 2010. Conforme demonstram os autos, e a própria Peça de Acusação reconhece, o movimento de desinvestimento dos Fundos Safra em BPNM4 teve início a partir de 28/04/2010 e desenvolveu-se de forma progressiva ao longo daquele exercício<sup>43</sup>. Sob essa perspectiva, as vendas concentradas de ações do Banco PanAmericano em novembro daquele ano não parecem ter constituído movimento inteiramente novo ou ruptura com o padrão anterior, mas sim a etapa final de um processo de redução de posição já em curso.

97. Por fim, a plausibilidade de que as operações realizadas pelos Fundos Safra tenham se apoiado em fundamento econômico legítimo é reforçada pelo fato de que o movimento não se restringiu às ações do Banco PanAmericano. No mesmo período, os Fundos Safra também

---

2) The company indicated that revenues synergies with CEF (cross-selling) would take time (potentially mid-2011). 3) We expect loan loss provisioning levels to be higher going forward. Overall, PanAmericano remains an interesting long-term story (consumer play, exposed to rising middle class) but the stock should not move much in the medium term.” (doc. 0889170, p. 226). No mesmo sentido: “PanAmericano (BPNM4, UW, Dec-11 PT of R\$10) The main takeaways of the meetings were: 1) the slow implementation of operational agreements with Caixa Economica Federal (CEF); 2) the slow improvement in funding; and 3) potential higher level of loan loss provisioning levels going forward. We still recognize the very strong loan origination capabilities of PanAmericano and the long-term potential of the agreement with CEF. However, in the short term, we remain cautious on the stock.” (doc. 0889171, p. 6).

<sup>42</sup> Doc. nº 0889170, pp. 169-224.

<sup>43</sup> Nesse sentido, cf.: “55. Em 30/12/2009, o Safra Setorial possuía 1.009.300 ações BPNM4. Em janeiro e fevereiro de 2010 adquiriu mais 683.500 ações, totalizando 1.692.800 ações, conforme ilustrado na Tabela 7, abaixo. Nos meses seguintes - março, abril e maio - vendeu 594.500 ações, permanecendo com 1.098.300 ações na carteira. 56. Após estas vendas, este fundo ficou sem operar BPNM4 por mais de três meses, para, somente em 9/9/2010, realizar mais uma venda, de 51.300 ações, tendo restado 1.047.000 BPNM4 em carteira. [...] 58. Nos três pregões seguintes, dias 5, 8 e 9/11/2010, o fundo zerou sua posição de BPNM4, tendo vendido todas as 1.047.000 ações que lhe restavam em apenas quatro pregões. [...] O Safra Small Cap iniciou o ano de 2010 sem ações BPNM4 em custódia. Ao longo de janeiro e fevereiro adquiriu 951.000 unidades. 65. A partir de abril de 2010, começou a se desfazer de sua posição, tendo concentrado 62% das vendas de BPNM4. nos quatro pregões anteriores à publicação do fato relevante (4 a 9/11/2010). Este valor aumenta para 63% se incluirmos as vendas ocorridas em 22/10/2010, quando já estavam em andamento as negociações entre o PanAmericano e o FGC.” (doc. nº 0889174, pp. 18-20).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

reduziram posições relevantes em outras instituições financeiras de pequeno e médio porte, circunstância compatível com uma política mais ampla de diminuição da exposição a esse segmento bancário, e não com uma reação pontual a evento específico relacionado ao Banco PanAmericano<sup>44</sup>.

98. Nesse contexto, as assimetrias apontadas pela SPS entre a atuação dos dois fundos, bem como a aquisição pontual de ações de emissão do B.E.R.G.S. S.A. em abril de 2010 pelo fundo Safra Small Cap, não me parecem suficientes para infirmar a conclusão exposta acima.

99. Com efeito, no que se refere à aquisição de 400.000 ações de emissão de B.E.R.G.S. S.A pelo Safra Small Cap em 09/04/2010, não acompanho os acusados no argumento de que a operação seria inócua por ser anterior ao marco de 28/04/2010, justamente porque não há respaldo documental nos autos de que a estratégia de desinvestimento teria sido formalmente implementada a partir de tal data. O ponto suscitado pela Acusação perde força, contudo, por razão diversa, reconhecida na própria Peça de Acusação: a totalidade dessas ações foi alienada ainda em 2010, entre o fim de abril e o início de outubro, sem que houvesse novas aquisições no período<sup>45</sup>. A operação, portanto, não reverteu nem interrompeu o movimento de redução de exposição dos Fundos Safra observado a partir do fim de abril, configurando aquisição isolada que, por si só, não descaracteriza o padrão de conduta descrito.

100. Por sua vez, quanto à alegada falta de uniformidade entre as operações realizadas pelos dois fundos, acolho a ponderação dos acusados de que se trata de veículos distintos, com patrimônios, políticas de investimento, composições de carteira e públicos-alvo próprios, de modo que nada os obrigava a operar de forma simétrica ou coordenada. No limite, a própria assimetria observada pode ser lida em favor dos acusados, na medida em que enfraquece a hipótese de atuação concertada e uniforme, que seria mais esperada caso ambos os veículos estivessem reagindo à mesma informação privilegiada.

101. Dessa forma, embora não tenha sido comprovada a adoção formal de uma estratégia de desinvestimento a partir de 28/04/2010, entendo que a explicação apresentada pelos

---

<sup>44</sup> Da leitura dos autos, extrai-se que, em novembro de 2010, a posição dos Fundos Safra relativa a bancos de pequeno e médio porte de varejo estava zerada (doc. nº 0889170, pp. 166-167).

<sup>45</sup> Nesse sentido: “i) em 9/4/2010, posteriormente aos fundos terem iniciado o alegado “desinvestimento em bancos pequenos e médios”, foram compradas 400.000 ações BRSR6 para o Safra Small Cap, que foram vendidas no próprio ano de 2010, entre o final de abril e o começo de outubro [...]” (doc. nº 0889174, p. 84).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

acusados para o racional econômico das operações encontra respaldo em fundamentos objetivos e, sobretudo, mostra-se compatível com o histórico das negociações realizadas ao longo de 2010. Considerados em conjunto, esses elementos são suficientes para enfraquecer a conclusão de que as alienações somente poderiam ser explicadas pelo acesso à informação privilegiada.

102. Se as duas primeiras linhas de indícios suscitados pela Acusação já se mostram pouco plausíveis ou, ao menos, suscitam dúvidas relevantes quanto à tese acusatória, o exame do **timing das operações realizadas pelos Fundos Safra** conduz a uma conclusão ainda mais clara. Diferentemente do que se verificou no caso de Décio Goldfarb, aqui os indícios suscitados pela Acusação são suficientes para afastar com segurança as imputações formuladas em face dos acusados.

103. A esse respeito, a SPS atribui especial relevância ao fato de que a liquidação das posições remanescentes em BPNM4 ocorreu justamente no intervalo compreendido entre a celebração do Termo de Comparecimento, em 04/11/2010, e a divulgação do Fato Relevante, em 09/11/2010. Ocorre que, conforme reconhecido pela própria Acusação, tanto o Safra Setorial quanto o Safra Small Cap **iniciaram a redução de suas posições no papel ainda no primeiro semestre de 2010**, promovendo alienações sucessivas ao longo dos meses de abril, maio, julho, setembro e outubro, até liquidarem integralmente suas posições remanescentes durante os pregões de 4, 5, 8 e 09/11/2010<sup>46</sup>.

104. A meu ver, o fato de a maior parcela das ações ter sido alienada apenas nesse último período não descaracteriza, por si só, a estratégia de desinvestimento suscitada pelos acusados. Ao contrário, mostra-se compatível com um processo gradual de redução de exposição, cuja etapa final coincidiu com a conjugação dos fatores econômicos e regulatórios anteriormente examinados.

105. Nesse ponto, também merece destaque a justificativa apresentada para a liquidação integral da posição a partir de 04/11/2010. Conforme comprovado pelos acusados, naquela data, os sistemas internos dos fundos passaram a incorporar as parametrizações necessárias ao

---

<sup>46</sup> Doc. nº 0889174, pp. 77-79.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

atendimento da Resolução CMN nº 3.792/2009, ocasião em que foi identificado alerta de desenquadramento regulatório envolvendo a posição remanescente em BPNM4.

106. A meu ver, essa circunstância confere consistência à narrativa defensiva acerca do momento em que o desinvestimento foi concluído. Trata-se de fato contemporâneo aos acontecimentos e documentalmente corroborado nos autos<sup>47</sup>, que oferece fundamento objetivo para a liquidação das posições justamente nos pregões de 04 a 09/11/2010.

107. Por todo o exposto, entendo que a responsabilização dos Fundos Safra, do Banco Safra e de Valmir Celestino não encontra suporte probatório suficiente. A tese acusatória se apoia, em larga medida, em uma cadeia de presunções cujo primeiro elo, pautado no acesso de A.C. à informação privilegiada, foi objetivamente desconstituído pelos contraindícios suscitados pelos acusados. Além disso, embora não tenha sido comprovada a adoção formal de uma estratégia de desinvestimento especificamente a partir de 28/04/2010, os subsídios econômicos suscitados pelos acusados aos fatos e, em particular, o histórico das alienações realizadas pelos Fundos Safra ao longo de 2010 conferem plausibilidade à explicação de que as operações obedeceram a um racional legítimo de redução da exposição ao Banco PanAmericano e, de forma mais ampla, ao segmento de bancos de pequeno e médio porte. Ainda que essa explicação não esteja integralmente documentada e apresente fragilidades pontuais, os contraindícios apresentados são suficientes para suscitar dúvida relevante quanto à hipótese acusatória, impedindo que o conjunto probatório se mostre múltiplo, grave e convergente a ponto de sustentar a condenação por uso de informação privilegiada. Subsiste, portanto, dúvida razoável quanto ao acesso dos acusados à informação privilegiada e à sua influência nas operações, inexistindo base suficiente para a condenação.

108. Por essas razões, voto pela **absolvição** dos Fundos Safra, do Banco Safra e de Valmir Celestino da imputação de infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

---

<sup>47</sup> Doc. nº 0889176, pp. 156-159.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

109. Os fatos objeto deste PAS ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, atualmente em vigor. Por essa razão, as penalidades a serem aplicadas observarão o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2022<sup>48</sup>.

110. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

111. A realização de negociações mediante o uso de informação privilegiada configura infração de natureza grave, conforme previa o art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002<sup>49</sup>, que se reflete atualmente no art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021<sup>50</sup>.

112. No presente caso, considero adequado adotar como parâmetro para a fixação da penalidade o valor do prejuízo evitado pelo acusado em decorrência da infração apurado pela SPS<sup>51</sup>. Esse montante corresponde à diferença entre o valor auferido com a venda das ações BPNM4 imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante e aquele que seria obtido na abertura do pregão seguinte, quando a informação já havia sido absorvida pelo mercado e refletida na cotação do ativo. Entendo que esse critério permite a mensuração, de forma objetiva, da vantagem econômica obtida mediante o uso de informação privilegiada.

---

<sup>48</sup> Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena-base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.

<sup>49</sup> Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

<sup>50</sup> Art. 19. Considera-se infração grave, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração às disposições desta Resolução.

<sup>51</sup> Cf. Peça de Acusação (doc. nº 0889174, p. 67): “Na abertura do pregão de 10/11/2010, dia seguinte à divulgação do fato relevante, a ação BPNM4 estava cotada a R\$5,07 (cinco reais e sete centavos). Caso o comitente tivesse se desfeito deste ativo nesta data, teria recebido R\$505.494,00 (quinhentos e cinco mil, quatrocentos e noventa e quatro reais) a menos, o que equivale a 31,1% do valor efetivamente recebido por ele.”



## 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](http://www.cvm.gov.br)

113. De todo modo, não deixo de levar em consideração os bons antecedentes do acusado como atenuante.

114. Sendo assim, com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado<sup>52</sup>, voto pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente **ao dobro do prejuízo** evitado por Décio Goldfarb<sup>53</sup>, atualizado monetariamente pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA<sup>54</sup>, como tem sido aplicado pela CVM<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023; PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 27/11/2018; PAS CVM nº 25/2010, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/07/2017; PAS CVM nº RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/07/2015; PAS CVM nº RJ2011/3665, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 03/04/2012.

<sup>53</sup> A esse respeito, a Peça de Acusação aponta que: “Total que teria sido obtido com a venda das 220.400 ações BPNM4 após o fato relevante = 220.400 x R\$5,07 = R\$1.117.428,00. Diferença entre o valor recebido pelo comitente e o que ele teria recebido após o fato relevante = R\$1.622.922,00-R\$1.117.428,00 = R\$505.494,00.” (doc. nº 0889174, p. 67).

<sup>54</sup> Valor atualizado monetariamente pela variação do IPCA (IBGE) de novembro de 2010 a junho de 2026.

<sup>55</sup> PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 31/10/2023; PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/03/2023; PAS CVM nº 14/2010, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/03/2020; PAS CVM nº RJ2014/0578, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 27/05/2019; PAS CVM nº 01/2014, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19/06/2018.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

115. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- i) **condenar Décio Goldfarb** à multa pecuniária no montante de **R\$2.456.221,73**, pela prática de utilização de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002; e
- ii) **absolver os fundos Safra Setorial Bancos FIA e Safra Small Cap FIA, Valmir Celestino e Banco Safra S.A.** da acusação de infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

116. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, o resultado deste julgamento deve ser comunicado ao Ministério Público Federal em São Paulo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2026.

**Marina Copola**

Diretora Relatora