



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010788/2019-18

Reg. Col. 0839/17

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

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

Relatora: Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

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

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

¹ Doc. nº 0889174, p. 60.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

² Doc. nº 0889164, p. 77.

³ Doc. nº 0889169, pp. 69-73.

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

⁵ Doc. nº 0889164, p. 3.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

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

⁹ Doc. nº 0889174, pp. 59-105.

¹⁰ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

II. ACUSAÇÃO

Décio Goldfarb

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

Fundos Safra, Banco Safra e Valmir Celestino

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

III. RAZÕES DE DEFESA

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

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

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

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

¹² Doc. nº 0889174, pp. 113-117.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

- privilegiada, já que, em inúmeras oportunidades, liquidava integralmente a totalidade de sua posição em determinado ativo em um só pregão, quando, a seu ver, o investimento deixava de ser atrativo, o que seria corroborado por uma amostra de vinte e seis operações de venda de toda a posição em determinados ativos em um só pregão;
- viii) a utilização de indícios pela Acusação seria inadequada, por não formar um conjunto probatório convergente e consistente, sendo vedada a condenação com base em meras presunções ou probabilidades, especialmente em processos sancionadores;
- ix) inexistiria motivação econômica para a prática do ilícito, tendo em vista que o volume financeiro envolvido nas operações seria irrisório em comparação com o patrimônio total do acusado, o que afastaria a plausibilidade de que este assumisse riscos reputacionais elevados para obter ganho marginal; e
- x) caso tivesse efetivamente acesso à informação privilegiada, o acusado teria adotado comportamento distinto, realizando a alienação de sua posição em momento anterior e de forma mais eficiente, o que não ocorreu, reforçando a tese de ausência de conhecimento prévio dos fatos relevantes.

32. Por sua vez, os Fundos Safra, em conjunto¹³, o Banco Safra¹⁴ e Valmir Celestino¹⁵ apresentaram defesas substancialmente convergentes, com a reprodução, em grande medida, dos mesmos fundamentos e conclusões, tendo sido representados pelos mesmos procuradores.

33. Em sede preliminar, a defesa de Valmir Celestino, em particular, arguiu a prescrição da pretensão punitiva sob a alegação de que o prazo prescricional teria se iniciado em 09/11/2010 e se encerrado em 09/11/2015, sem a ocorrência de qualquer causa interruptiva prevista no art. 2º da Lei nº 9.873/1999, o que, segundo a defesa, só teria se verificado no dia seguinte ao fim do prazo, em 10/11/2015, quando ele teria tomado conhecimento da existência das investigações que resultaram neste PAS.

¹³ Doc. nº 0889178, p. 2.

¹⁴ Doc. nº 0889174, p. 156.

¹⁵ Doc. nº 0889176, p. 2.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

¹⁶ Doc. nº 0889172, p. 163.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

IV. ANDAMENTOS SUPERVENIENTES

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

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

¹⁷ Doc. nº 0699651.

¹⁸ Inquérito Policial nº 3000.2017.003222-4.

¹⁹ Ação Penal nº 0033314-93.2014.8.26.0050.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

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

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

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

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

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

²² Doc. nº 1128114.

²³ Doc. nº 1155098.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

42. Já em 30/08/2023, o então diretor relator Otto Lobo determinou a realização de diligência complementar junto à BSM Supervisão de Mercados, para verificar a existência de informações adicionais relativas às negociações com BPNM²⁴. Em resposta, a BSM informou, em 14/09/2023, que todas as informações adicionais já haviam sido encaminhadas à CVM, inexistindo novas análises ou elementos relacionados às operações investigadas²⁵.

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

V. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

44. Em 31/10/2017, o Diretor Henrique Machado foi designado relator do processo²⁷, que foi redistribuído em 12/01/2021, 09/03/2021, 09/09/2021 e 11/01/2022, quando passou à relatoria do Diretor Otto Lobo²⁸.

²⁴ Doc. nº 1865687.

²⁵ Doc. nº 1881171.

²⁶ Doc. nº 2777871.

²⁷ Doc. nº 0889178, p. 160.

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



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

45. Com o término de seu mandato, o PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 06/03/2026²⁹, e foi incluído na sessão de julgamento de 28/07/2026³⁰, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021³¹.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora

²⁹ Doc. nº 2617283.

³⁰ Doc. nº 2754690.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010788/2019-18

Reg. Col. 0839/17

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

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

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, 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.

¹ 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

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 registrar², 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 Colegiado³ 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”⁴.

6. Em linha com o art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999⁵, 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.

² 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.

³ 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.

⁴ 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.

⁵ 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

8. Em 10/11/2010, a SMI expediu o Ofício/CVM/SMI/GMA-1/nº 144/2010⁶, 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 12/2011⁷, datado de 04/03/2011 e, posteriormente, aprofundado pelo Complemento ao Relatório de Análise GMA-1 nº 12/2011⁸, 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 31/10/2017⁹; **(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.

⁶ Doc. nº 0889164, p. 54.

⁷ Doc. nº 0889164, pp. 5-29.

⁸ Doc. nº 0889164, pp. 30-45.

⁹ 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

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 Judiciário¹⁰ 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 sancionadores¹¹.

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

¹⁰ 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.

¹¹ 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

investimento, não reconheceu sua ilegitimidade passiva como questão preliminar. Ao contrário, enfrentou normalmente o mérito da acusação para, apenas então, concluir por sua absolvição¹².

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 mercado¹³.

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

¹² 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).

¹³ 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

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

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 ajuizada¹⁴, 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

¹⁴ 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

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 capitais¹⁵.

37. Conforme entendimento consolidado pelo Colegiado desta autarquia¹⁶, 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

¹⁵ 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).

¹⁶ 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

divulgada ao mercado¹⁷; **(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***¹⁸, 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 privilegiada¹⁹, 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,

¹⁷ 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).

¹⁸ 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”.

¹⁹ 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

sobre o *insider* secundário, a presunção relativa, prevista no art. 13, §1º, inciso I, da Resolução CVM nº 44/2021²⁰, de que as operações foram realizadas com base nesse conhecimento²¹.

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 indiciária²². 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 conhecimento²³.

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

²⁰ 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.

²¹ 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.

²² 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.

²³ 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

integralmente o percurso da informação desde sua origem até o acusado, tampouco que se identifique com exatidão a fonte do repasse²⁴.

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.”²⁵

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 transmitida²⁶.**

²⁴ 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.

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

²⁶ 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

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 acusado²⁷.

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 privilegiada²⁸.

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).

²⁷ 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.

²⁸ 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

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

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 instituição²⁹. 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 privilegiada³⁰. No caso de Décio

²⁹ Doc. nº 0889175, pp. 133-140.

³⁰ 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

Goldfarb, além de não haver demonstração de contato contemporâneo aos fatos com Senor 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

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 papel³¹. 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,

³¹ 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

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

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 Acusação³², as 50.500 ações de B.D. S.A. poderiam ter sido vendidas nos pregões de 01,

³² 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

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 12/11/2010³³, 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 pregão³⁴. 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

³³ Docs. nº 0889175, pp. 21-23, e nº 0889171, p. 179.

³⁴ 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

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

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 questão³⁵.

³⁵ 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

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 31/08/2017³⁶, 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 questão³⁷.

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

³⁶ Doc. nº 0889176, pp. 122-147.

³⁷ 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

analisados, sem indicar nenhum elemento concreto que corroborasse essa afirmação³⁸. 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 imputação³⁹, 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.

³⁸ 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).

³⁹ 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

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 PanAmericano⁴⁰. 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 porte⁴¹.

⁴⁰ Doc. nº 0889170, pp. 226-227 e Doc. nº 0889171, pp. 2-22.

⁴¹ 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

95. Essa avaliação encontrava respaldo nas demonstrações financeiras do Banco PanAmericano relativas ao segundo trimestre de 2010⁴², 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 exercício⁴³. 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).

⁴² Doc. nº 0889170, pp. 169-224.

⁴³ 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

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 PanAmericano⁴⁴.

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 período⁴⁵. 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

⁴⁴ 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).

⁴⁵ 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

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 09/11/2010⁴⁶.

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

⁴⁶ 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

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 autos⁴⁷, 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.

⁴⁷ 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

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 45/2022⁴⁸.

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 358/2002⁴⁹, que se reflete atualmente no art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021⁵⁰.

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 SPS⁵¹. 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.

⁴⁸ 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.

⁴⁹ 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.

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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

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 Colegiado⁵², voto pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente **ao dobro do prejuízo** evitado por Décio Goldfarb⁵³, atualizado monetariamente pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA⁵⁴, como tem sido aplicado pela CVM⁵⁵.

⁵² 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.

⁵³ 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).

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

⁵⁵ 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; (iii) 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

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