

**CONSELHO DE SUPERVISÃO DO ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS
(CSA) DA APIMEC - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS E
PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS**

Processo nº 001/2014

Representante: Superintendência de Supervisão do Analista (“SSA”)

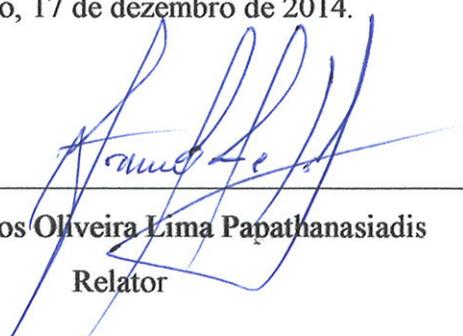
Representado: Gustavo Rocha Gatass – Analista do Grupo BTG Pactual

Conselheiro-Relator: Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis

Participaram do julgamento os Conselheiros Walter Mendes de Oliveira Filho, Edison Arisa Pereira e Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis (Relator)

Resumo: Sem Sanção.

São Paulo, 17 de dezembro de 2014.



Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis
Relator

**CONSELHO DE SUPERVISÃO DO ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS
(CSA) DA APIMEC - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS E
PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS**

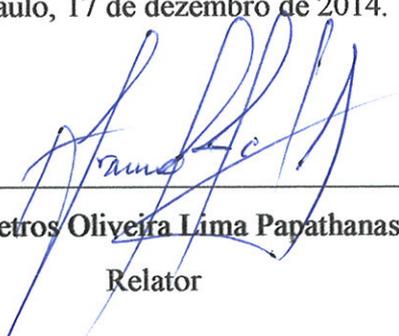
ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos de **Processo nº 001/2014**, do Conselho de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários da APIMEC - Associação Brasileira dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, em que figuram como Representante, a Superintendência de Supervisão do Analista, sendo o Representado Gustavo Rocha Gattass, Analista do Grupo BTG Pactual;

ACORDAM os Conselheiros da Turma Julgadora do Conselho de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários da APIMEC, por votação unânime, isentar o analista Gustavo Rocha Gattass de qualquer sanção constante nos Códigos de Conduta e Processos, nos termos do voto do Relator, que passa a fazer parte integrante deste.

Participaram do julgamento os Conselheiros Walter Mendes, Edison Arisa Pereira e Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis. (Relator).

São Paulo, 17 de dezembro de 2014.



Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis

Relator

**CONSELHO DE SUPERVISÃO DO ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS
(CSA) DA APIMEC - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS E
PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS**

*“Representação administrativa.
Alegação de infração ético-disciplinar.
Elaboração de relatórios de análise de
ações em desacordo com o Código de
Conduta da Apimec, Instrução CVM 483
e melhores práticas divulgadas pelo
Comitê Consultivo dos Analistas.
Suspeita de prestação de informação de
forma seletiva para investidores em
reuniões no exterior. Infração não
caracterizada por parte do analista de
valores mobiliários. Relatório de
Investimento preparado por profissional
não credenciado não sujeito à
autorregulação da APIMEC. Não cabe
penalidade. Votação unânime.”*

VISTOS.

Relatório das Etapas Relevantes do Processo

A Superintendência de Supervisão do Analista (doravante “SSA”), no cumprimento de suas funções de autorregulação, constatou notícia veiculada na mídia, mais especificamente no Jornal Valor Econômico, na data de 07/10/2013, sob o título de “Encontros entre investidores e empresas desafiam governança”, na qual constava que em 06/09/2013 as ações da Petrobrás apresentaram volume financeiro e elevada valorização anormais no mercado acionário. Segundo o jornal, as variações de preço e volume ocorreram em função de um e-mail emitido pelo Sr. Andrew McAuliffe (doravante “Andrew”) e “espalhado pelo mercado”. Andrew é profissional da área de vendas de *equities* do Banco BTG Pactual na Cidade de Londres.

O conteúdo do e-mail do Andrew era baseado, segundo o Valor Econômico, numa apresentação realizada pelo analista do Grupo BTG Pactual (doravante “BTG”), Sr. Gustavo Rocha Gattass, o Representado (doravante “Representado”). Nesta apresentação constaria a análise de uma possível adoção pela Petrobrás, do modelo de reajuste de derivativos de petróleo utilizado pela Ecopetrol, a petrolífera da Colômbia. Esta apresentação do Representado, ainda segundo o Valor Econômico (e constantes do e-mail de Andrew), teria sido feita a partir de informações de *insiders* políticos e alguns jornalistas bem relacionados com o governo. Além disso, o Representado teria discutido com um “conselheiro independente da Petrobrás” sobre o assunto.

Segundo o Jornal, foi o espalhamento da notícia das reuniões com os investidores e do conteúdo deste e-mail do Andrew, que provocaram as abruptas variações de preços (+5%) e volume (“as ações ON giraram três vezes mais que o normal e as PN o dobro”) nas ações da Petrobrás.

A SSA, no dia 09.10.2013 solicitou por meio de correspondência enviada ao Representado (Anexo I) solicitação de esclarecimentos sobre a referida notícia, no âmbito do PAI – Procedimento de Apuração de Irregularidade nº 003/2013.

O Representado em 04/11/2013 enviou tempestivamente correspondência à SSA, prestando esclarecimentos. Foram enviados: (i) e-mail do Andrew (de 04/09/2013, citado na reportagem do Jornal Valor Econômico), (ii) uma cópia de um e-mail de 16/08/2013 de sua autoria sobre “Conta-Petróleo” (no qual explica o modelo de aumento de preços que poderia ser usado pela Petrobrás e sobre o atraso nos reajustes de preço dos derivados de petróleo), (iii) uma cópia de um e-mail do Representado de 05/09/2013 enviado aos “vendedores” de *equities* do BTG no qual explica a posição que julgava “correta” em relação ao e-mail de Andrew (que não lhe parecia completamente correta), (iv) uma cópia da apresentação realizada no exterior e que teve alguns argumentos (segundo o Representado) usados por Andrew para produzir o seu e-mail e, finalmente, (v) uma cópia de uma reportagem da jornalista Cláudia Safatle do Jornal Valor Econômico de 15/08/2013, “Governo pode rever papel da Petrobrás no pré-sal”, no qual constavam informações sobre a política de reajuste de preços de derivados de petróleo que poderiam ser adotadas pelo governo.

Basicamente o Representado negou que as notícias veiculadas na reportagem do dia 07/10/2013 fossem, de fato, sobre *insiders*, mas se tratavam de informações da própria jornalista do Valor Econômico (Cláudia Safatle). Além disso, o Representado informou que apresentou o modelo da Ecopetrol ao novo conselheiro independente da Petrobrás, Sr. Mauro Cunha e não o contrário, bem como à administração da empresa e ao governo. Não teria recebido nenhuma informação destes. De toda forma, a “solução Ecopetrol” não foi acatada.

A SSA, em vista da prestação inicial de informações do Representado, identificou que houve descumprimento objetivo, nos termos da ICVM 483/2010, art. 1º, § 1º, de vez que o e-mail enviado pelo Representado para a equipe de vendedores de *equities* em 05/09/2013 se constituía em “Relatório de Análise”, pois houve fundamentação, modelagem, conclusão/recomendação. Em função deste descumprimento, a SSA aplicou a penalidade de multa de R\$ 4.440,00 (quatro mil, quatrocentos e quarenta reais) que correspondem ao atraso de entrega do “relatório” de 37 dias.

A SSA também entrou em contato, em 24/01/2014, com a área de *compliance* do BTG com o objetivo de obter mais informações sobre o destino dos e-mails emitidos por Andrew (do dia 04/09/2013) e o Representado (05/09/2013). Também a SSA

questionou as razões pelas quais os e-mails não obedeciam as regulamentações previstas na ICVM 483/2010. Por fim, a SSA solicitou que fossem prestadas informações sobre quais os relatórios de análise que suportavam a apresentação que o Representado fez no exterior durante o período da ocorrência dos fatos investigados neste processo.

Em 07/02/2014, tempestivamente, o BTG enviou as informações requeridas, restando ainda a dúvida sobre a aderência completa da apresentação realizada pelo Representado no exterior com os relatórios depositados/fiscalizados na SSA.

Em 16/05/2014, diante de dúvidas sobre a completa aderência da apresentação do Representado aos relatórios de análise depositados na SSA, foram solicitadas novas informações para saneamento de dúvidas, com o objetivo de se verificar se houve “informação seletiva” (*selective disclosure*), entre a apresentação do Representado no exterior e os referidos relatórios.

O BTG em 29/05/2014 informou por meio de detalhado relatório sobre a completa aderência da apresentação do Representado no exterior com os relatórios depositados na SSA.

A pedido do Conselho de Supervisão dos Analistas de Valores Mobiliários do Mercado Capitais (CSA), responsável pela supervisão das atividades da SSA, foi solicitada uma análise técnica adicional com o objetivo de se verificar com mais detalhe a ocorrência de “informação seletiva”. O CSA destacou dois de seus membros, os Srs. Walter Mendes e Alexandre Gartner para analisarem o tema. Eis a conclusão a que chegaram:

“Em resumo, não existem evidências materiais de que tenha havido selective disclosure por parte do analista. Entretanto, é inegável que há uma mudança relevante de contexto e de ênfase entre a análise apresentada no relatório e na apresentação, o que pode ter contribuído significativamente para criar interpretações errôneas e causar confusão entre os participantes de mercado e oscilação no preço das ações. (...) e recomendamos que a SSA avalie as medidas cabíveis - seja a ampliação da investigação ou a aplicação de alguma das medidas previstas no código de conduta do analista.”

Com base nas conclusões dos Srs. Walter Mendes e Alexandre Gartner, aprovadas pelo CSA, a SSA decidiu pela instauração de “Processo Administrativo” nos termos do art.

39 do Código de Processos da APIMEC, sendo representado o Sr. Gustavo Rocha Gattass.

Com base no Código dos Processos da APIMEC nos art. 39 e ss., foram sorteados o relator e os membros da turma julgadora.

A turma julgadora reunida em 18/09/2014 decidiu que todos os procedimentos adotados pela SSA na averiguação dos fatos, bem como em relação à análise procedida pelos Srs, Walter Mendes e Alexandre Gartner no que se refere à existência de uma possível *selective disclosure* deveriam ser incorporados completamente ao Processo Administrativo para fins de formação de convencimento da Turma Julgadora. Adicionalmente, decidiu-se pela oitiva do Representado o qual foi notificado no dia 02/09/2014, sobre a instauração do Processo Administrativo e notificado no dia 15/10/2014, a qual foi realizada no dia 22/10/2014. Basicamente, a oitiva tinha os seguintes objetivos: (i) verificar a existência de *selective disclosure* entre investidores; (ii) verificar a existência de informação privilegiada por parte do analista e (iii) verificar as razões pelas quais notava-se diferenças de “ênfase” do analista quanto a forma e conclusões entre os diversos relatórios depositados na SSA.

É o relatório. Passo a decidir.

Fundamentação

Cuida-se de Processo Administrativo instaurado para apurar se o analista de valores mobiliários, Gustavo Rocha Gattass prestou informações de forma seletiva (“*selective disclosure*”) para investidores nas apresentações realizadas em Londres (vide lista no Anexo II) entre 03 e 04/09/2013 e os relatórios de análise da empresa Petrobrás depositados junto a SSA (vide Anexo III), infringindo, assim, os artigos 3º, 17, 19 da Instrução n.º 483 da Comissão de Valores Mobiliários, de 6 de julho de 2010 e a Instrução n.º 8 da Comissão de Valores Mobiliários de 1979 e o artigo 2º, I, II, III, IV, V do Código de Conduta da APIMEC.

Da preliminar

O Representado em sua defesa de 07/10/2014 (Anexo IV) teceu considerações que o relator considerou como defesas preliminares, dado o seu caráter formal, ou seja, não relacionada diretamente com o mérito deste processo e sobre as quais cabe decisão do Relator:

- Alega o Representado na “IV – DA DEFESA” no item 14 que *“o Defendente teve dificuldades em elaborar a presente defesa, pois o relatório final de acusação da SSA de 14 de agosto de 2014 não atende o artigo 37, inciso I, alínea c) do Código de Processos da Apimec. De fato, não foi apresentada, uma narração dos fatos, e demais elementos que indicariam indícios de infrações. Dessa forma, a presente defesa visa rebater as conclusões apresentadas pela SSA, no item IV do referido relatório.”*

O artigo 37 do Código dos Processos da APIMEC, ao qual se refere o Representado em sua defesa preliminar, refere-se às informações que a SSA deve prestar ao CSA e não ao Representado. Contudo, entende o Relator que a SSA prestou todos os esclarecimentos sobre os fatos que estavam sendo apurados em e-mail específico enviado ao Representado em 02/10/2014, portanto, cinco dias antes da data do envio de sua defesa. Além disso, a SSA enviou no dia 10/09/2014 todo o processo para o Representado, de forma a conhecer os procedimentos internos que foram adotados em relação ao andamento das averiguações, ficando a SSA à disposição para esclarecimentos.

O Relator não acata esta preliminar.

- Alega o Representado na “IV – DA DEFESA” no item 20 que a SSA teria equiparado a apresentação para investidores do Representado aos relatórios de análise da Petrobrás depositados na SSA. Daí, a SSA estaria requerendo que tal apresentação contivesse as declarações necessárias conforme artigo 17 da Instrução CVM 483.

O Relator não encontra nos autos do processo suporte para tal alegação do Representado. De fato, não pode a SSA requerer a adoção desta obrigação, pois não se trata de relatório de análise. A “Apresentação” está baseada em outros relatórios já depositados junto à SSA.

- Quanto a “IV – DA DEFESA” no item 21, de fato, não há que se falar em descumprimento nos termos do inciso I do artigo 19 da Instrução CVM 483. No que diz respeito ao e-mail de 05 de setembro de 2013, a penalidade de descumprimento

objetivo, constante do artigo 19, inciso I já foi aplicada, não cabendo nova sanção. Logo, não há de se falar em *non bis in idem*.

- Alega o Representado na “IV – DA DEFESA” no item 22 que o “defendente já pagou multa pelo descumprimento objetivo em função de não envio de relatório para a SSA”. De fato o pagamento já foi realizado, portanto, não deve mais ser feito. Contudo, o Relator neste item afasta a alegação do Representado de que a distribuição do e-mail de 05/09/2014 foi “de cunho interno”. A razão é a seguinte: houve publicidade na mídia sobre o referido e-mail e o Representado sabia sobre o fato, razão do conteúdo do e-mail. Neste caso, aplica-se o artigo 1º, *caput*, § 1º, § 2º da Instrução 483 da Comissão de Valores Mobiliários, pois o e-mail tornou-se *ipso facto* um “relatório de análise”. Por fim, o pagamento da multa pelo descumprimento do preceito regulamentar enseja reconhecimento tácito da responsabilidade pela infringência da norma. Note-se que a falha, no caso, não pode ser debitada tão somente ao Representado, mas à própria instituição à qual está vinculado, pois esta também tem o dever de estar vigilante quanto a este aspecto.

Do Mérito:

A verificação da prestação de “informação seletiva” a investidores, conhecida na literatura da regulação internacional como *selective disclosure* é matéria importante e desafiadora para aqueles que procuram regulá-la. De forma sumária, tal espécie de informação se constitui em meio às vezes culposos, às vezes dolosos, de se produzir assimetria informacional entre os agentes do mercado financeiro e de capital. Os analistas de investimento tem o dever de zelar pela prestação mais equânime possível de informações ao mercado. Para isso, devem zelar pela sua independência e se escudar em elevados valores éticos e na denominada boa técnica.

Notícia recentíssima (24/11/2014) na mídia internacional, mais exatamente na Agência Bloomberg é exemplo fático da importância do assunto para os analistas de investimento. Reproduzimos extrato do referido artigo, originalmente veiculado na língua inglesa para fins de exemplificação e fundamentação do presente processo (**com grifos nossos**):

“Citigroup ‘Idea Dinners’ Cited in Finra Fine Over Bank Research

2014-11-24 19:52:26.379 GMT

By Dakin Campbell

Nov. 24 (Bloomberg) -- At a July 2011 dinner for Citigroup Inc. clients, a research analyst identified a stock to bet against. In his last research notes before that gathering, he upgraded the shares, advising investors to stick with them.

The analyst, who wasn't identified today in a Financial Industry Regulatory Authority action, was among several cited by Wall Street's self-funded regulator in its decision to fine Citigroup \$15 million. The employee offered similar tips at six subsequent “idea dinners” on stocks that he had rated as hold or neutral, according to Finra.

The incident is among several examples Finra cited, alleging Citigroup failed to supervise research analysts and prevent them from sharing material, non-public information. It's reminiscent of industry-leading fines the bank paid in 2003 to settle claims analysts published misleading stock research to win investment-banking business. The firm has paid at least \$33 million over relevant violations since, Finra said.

“The egregious conflicts of interest that went on during the Internet-bubble period are much less common today, but some of the underlying economic incentives haven't changed,” Jay Ritter, a finance professor at the University of Florida in Gainesville, said in a phone interview. “When sell-side analysts at say, Citigroup, push it too far, there have to be penalties. Otherwise, the envelope will continue to be pushed.”

‘Selective Dissemination’

Finra fined New York-based Citigroup over its failure to adequately protect against “potential selective dissemination of non-public research” from January 2005 to February 2014, the regulator said in a statement.

The bank issued about 100 warnings regarding analyst

communications with clients and sales and trading staff, Finra said. When violations were found, the firm took too long to discipline employees or didn't do enough, Finra said.

Citigroup encouraged analysts to communicate with clients to foster relationships and bring in commissions, and pay policies that considered client reviews may have enticed analysts to share non-public information, Finra said.

Citigroup failed to adequately police those interactions, Finra said.

"We are pleased to have resolved and put this matter behind us," Sophia Stewart, a Citigroup spokeswoman, said in an e-mail. "Citi takes its regulatory compliance obligations seriously, and we believe that we have strong procedures and controls in place to address the issues that Finra has raised."

(...)

No caso deste Processo Administrativo, a averiguação dos fatos envolvendo o Representado foi possível por três razões básicas:

- A mídia colocou em perspectiva os principais fatos que proporcionaram as variações de preço e volume das ações ON e PN da Petrobrás, empresa tão (mal) comentada nos últimos tempos no mercado de capitais brasileiro e mundial;
- A SSA executou com precisão a sua missão fiscalizadora junto aos seus regulados e,
- O Representado e a instituição à qual está vinculado prestaram as informações com tempestividade, precisão e sem tentativas diversionistas.

Julgar é sempre missão inquietante. Julgar com justiça é ainda mais difícil. Neste Processo, este Relator tem segurança bastante significativa para afirmar o que se segue:

- O cotejamento das informações entre (i) a "apresentação" feita aos investidores nos dias 3 e 4 de setembro de 2013 em Londres pelo Representado e (ii) os seus relatórios anteriores depositados na SSA dos dias 26/02/2013/, 23/07/2013 e 09/08/2013, feito por competentes e experientes membros do "Conselho de Supervisão dos Analistas do Mercado de Capitais" (CSA), Srs. Walter Mendes (este também

membro desta Turma Julgadora) e Alexandre Gartner não mostrou nada de materialmente relevante em termos de “seletividade” na prestação de informações por parte do Representado.

- Mesmo assim, o CSA achou por bem averiguar as razões pelas quais o Representado deu variadas “ênfases” a diferentes aspectos em seus diferentes relatórios. Uma providência que demonstra a diligência do CSA no cumprimento de suas funções, bem como do SSA em conduzir todos os procedimentos em cumprimento aos procedimentos e, ao mesmo tempo, protegendo os direitos de seus regulados.

- Na oitiva do Representado, supracitado as explicações sobre as diferenças de ênfases dadas em seus relatórios foram suficientemente razoáveis. O Representado, com ênfase analítica, informou em sua oitiva que *“nossa recomendação neutra para a Petrobras é incomum. Ao invés de representar uma visão de que não haveria grande ganho a ser realizado ao ter o papel ela representava uma visão nossa que a empresa poderia oferecer tanto ganhos significativos se seus preços e balanço fossem corretamente resolvidos quanto uma perda muita significativa se isso não fosse feito.”* De fato, o Representado-analista, ao se deparar com o paradoxo sobre o qual falou na oitiva, registrou, ao longo do tempo, diferentes ênfases, conforme os acontecimentos em relação à empresa se delineavam. Estou convencido em relação à explicação das variações de ênfase dada pelo analista. Foi seu melhor julgamento.

- Sobre a existência a obtenção de informações de *insiders* aqui se nota alguma divergência entre o que diz o Representado em sua oitiva para este Relator, o que escreveu Andrew McAuliffe em seu e-mail de 04/09/2013 e o que consta da notícia do Valor Econômico do dia 07/10/2013. Vejamos:

- O conselheiro independente citado é o Sr. Mauro Cunha, o qual não tinha participado de nenhuma reunião de Conselho da Petrobrás quando se reuniu com o Representado. Segundo este último, na ocasião ele “apresentou a ele (Mauro Cunha) tudo que ele (o Representado) gostaria de fazer se em sua posição (do Mauro Cunha) estivesse.” No e-mail do Andrew, este menciona que houve uma “discussão” entre ambos, mesmo conteúdo da reportagem do Jornal;

- O Representado citou como *political insiders* a jornalista Cláudia Safatle quem seria “bem conectada com o mundo de Brasília”. No Valor Econômico é citado apenas que se tratam de “jornalistas bem relacionados com o governo brasileiro”.

Como se pode ver, os fatos que se conhece não evidenciam nenhum *insider* no conceito, digamos, “de informação privilegiada”. Trata-se, no caso, do conceito genérico de “bem informado”. No caso do conselheiro independente da Petrobrás, este sequer poderia ter informações privilegiadas na data da reunião, pois ainda não estava empossado.

Neste tema, o Relator não tem evidências que lhe permitam ir além do próprio relato, com a permissão do vernáculo.

- De fato, o aspecto mais notável e negativo de todo este Processo, não está ao alcance desta entidade autorreguladora. Trata-se do papel exercido pelo Sr. Andrew McAuliffe, o *equity sales* do Grupo BTG Pactual em Londres. De fato, este profissional foi o causador de toda a confusão que prosperou pelo mercado e que acabou por resvalar no Representado. Vejamos.

(a) Ele, a bem da verdade, produziu um “Relatório de Análise”. Fosse um analista estaria subordinado às normas da CVM e da APIMEC. Não está. Entretanto, agiu como um analista de valores mobiliários, pois o seu e-mail do dia 04/09/2013 (Anexo V) altera em termos de contexto analítico e, parcialmente, de conteúdo, os relatórios de análise do Representado. Se aqui se discutisse “direito autoral” seria plágio, mas não seria uma cópia completamente fiel, pois tem realces próprios. O Próprio Representado reconhece estas “particularidades” trazidas pelo Sr. Andrew. Diz o Representado em sua oitava:

“Nossa recomendação neutra para a Petrobras é incomum. Ao invés de representar uma visão de que não haveria grande ganho a ser realizado ao ter o papel, ela representava uma visão nossa que a empresa poderia oferecer tanto ganhos significativos, se seus preços e balanço fossem corretamente resolvidos, quanto uma perda muito significativa, se isso não fosse feito. Nossa maior crítica ao e-mail do Andrew McAuliffe, expressada no e-mail que enviei depois de ter recebido o supracitado (constante nos autos) e-mail, foi a que a estrutura do seu e-mail não deixava isso claro o suficiente, falando somente no início do texto sobre o caso negativo, e gastando a maior parte do e-mail com o potencial positivo, que a época víamos como sendo de menos de 50%.”

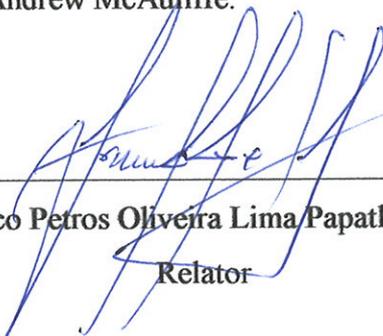
Em larga medida, para não dizer na totalidade, os percalços causados pelos fatos descritos neste Processo Administrativo se devem ao Sr. Andrew McAuliffe. Caberá a Comissão de Valores Mobiliários, no cumprimento de suas funções verificarem os procedimentos que julgam adequado adotar em relação aos fatos que identificamos em face do Sr. Andrew McAuliffe.

Dispositivo

Diante do exposto, julgo improcedente, no Mérito, o Processo Administrativo em face do Representado Sr. Gustavo Rocha Gattass. Arquive-se.

Ordeno que a Superintendência de Supervisão do Analista (SSA) remeta este Acórdão à CVM - Comissão de Valores Mobiliários para ciência e providências.

Ordeno que seja enviado ofício específico sobre os fatos relatados neste Processo Administrativo sobre o Sr. Andrew McAuliffe.



Francisco Petros Oliveira Lima Papathanasiadis

Relator



Walter Mendes de Oliveira Filho



Edison Arisa Pereira