



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

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

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 05/2014**

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.011659/2019-39)

Reg. Col. nº 0308/2016

**Acusados:**

Achilles Balsini  
Bernardo Werther de Araújo  
Fabio Deslandes  
Fernando Henrique Frare Bertin  
Francisco Borges de Souza Dantas  
Francisco Eduardo de Souza Dantas  
RAV 13 Administrações e Participação Eireli, sucessora  
de GEB Participações e Administração S.A  
Lars Fuhrken Batista  
Leonardo Brunet Mendes de Moraes  
Marcelo dos Reis de Moraes  
Marco Aurélio Virzi  
Normandia Investimentos Ltda., sucessora de Marlin  
Gestão de Recursos Ltda  
Renato André Vodovoz  
Sérgio Savelli de Menezes

**Assunto:**

Apurar a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado em negócios com ações de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., em infração ao disposto no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

**Diretor Relator:** Henrique Machado

**RELATÓRIO**

**I. DO OBJETO E DA ORIGEM**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instruído pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada (“PFE”, em conjunto com a SPS, “Acusação”), para apurar a suposta utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em negócios com ações de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A (“CCX” ou “Companhia”), 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](http://www.cvm.gov.br)

infração ao § 4<sup>o</sup> do art. 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, c/c § 1<sup>o</sup> do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, por parte de Lars Fuhrken Batista (“Lars Batista”), Achilles Balsini, Marco Aurélio Virzi (“Marco Virzi”), RAV 13 Administrações e Participação Eireli (“RAV 13”), sucessora de GEB Participações e Administração S.A (“GEB”), Renato André Vodovoz (“Renato Vodovoz”), Francisco Borges de Souza Dantas (“Francisco Dantas”), Francisco Eduardo de Souza Dantas (“Francisco Eduardo”), Leonardo Brunet Mendes de Moraes (“Leonardo Brunet”), Sérgio Savelli de Menezes (“Sérgio Savelli”), Normandia Investimentos Ltda. (“Normandia Investimentos”), sucessora de Marlin Gestão de Recursos Ltda. (“Marlin”), Bernardo Werther de Araújo (“Bernardo Araújo”), Marcelo dos Reis de Moraes (“Marcelo Moraes”), Fernando Henrique Frare Bertin (“Fernando Bertin”) e Fabio Deslandes (em conjunto, “Acusados”).

2. Após o encerramento do pregão do dia 21.01.2013, a CCX divulgou Fato Relevante (“FR”) informando que seu acionista controlador, E.B., comunicou ao Conselho de Administração (“CA”), naquela data, sua intenção de “diretamente ou por meio de afiliadas, adquirir até 100% das ações ordinárias da CCX em circulação no mercado (“CCXC3”) por meio de uma oferta pública de permuta para aquisição de ações (“OPA”) para fins de cancelamento do registro de companhia aberta da CCX junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)” (fls. 34-35).

3. As ações seriam adquiridas mediante permuta com ações de emissão de outras companhias de capital aberto do Grupo X, da qual a CCX fazia parte, sendo que às ações CCXC3 seria atribuído o preço máximo de R\$ 4,31, o que fez com que o papel abrisse no pregão do dia 22.01.2013 a R\$ 3,95, com valorização de 26% em relação à cotação de fechamento do pregão do dia anterior, de R\$ 3,13.

---

<sup>1</sup> § 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.

<sup>2</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

4. Ainda no dia 21.01.2013, com o pregão em andamento, a BM&FBovespa (“BM&F”) questionou a Companhia a respeito das oscilações de preço, volume e quantidade negociada das ações de sua emissão verificadas até às 14h53m (fls. 06).
5. Em 29.01.2013, a BM&F enviou ofício à CVM descrevendo o comportamento de CCXC3 no período de 11 a 21.01.2013, com preço mínimo de R\$ 1,87 e máximo de R\$ 3,20, e valorização de 71,1%, destacando alguns comitentes que fizeram operações de compra em momento anterior e próximo à divulgação do FR. (fls. 41-44).
6. Concomitantemente, em 28.01.2013 a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (“GMA-1”) solicitou esclarecimentos à Companhia sobre fatos relacionados ao FR (fls. 47-49).
7. Em resposta, a CCX descreveu os eventos que teriam levado à decisão do acionista controlador de cancelar o registro de companhia aberta da Companhia, bem como listou as 31 pessoas que participaram das reuniões sobre o assunto ou que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações ligadas a ele, antes de sua divulgação pública, desde o início dos estudos que culminaram com a decisão, conforme o cronograma a seguir (fls. 49-51, 53):
  - a) Em 10.01.2013, profissionais ligados ao acionista controlador, assessores jurídicos e assessores financeiros tiveram ciência de que o controlador analisava a possibilidade de fechamento do capital da Companhia;
  - b) Em 16.01.2013, esses profissionais e assessores discutiram com membros da administração da CCX os planos de E.B. de realizar a oferta pública de permuta para aquisição de até 100% das ações em circulação no mercado, para fins de cancelamento do registro da Companhia.
  - c) Em 17.01.2013, o acionista controlador, os profissionais a ele ligados e os assessores legais e financeiros discutiram em reunião os pontos que ainda impediam o prosseguimento da OPA e que seriam discutidos com a CVM.
  - d) Em 21.01.2013, profissionais ligados ao acionista controlador e seus assessores legais apresentaram e discutiram a operação com a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), tendo o acionista controlador, em seguida, definido os pontos pendentes e comunicado à Companhia sua intenção de realizar a OPA.
8. Após análise dos fatos e informações, a GMA-1 concluiu que as operações de alguns comitentes com CCXC3, nos dias que antecederam a divulgação do fato relevante, apresentavam fortes indícios de uso de informações privilegiadas, como o aumento significativo do volume financeiro negociado, tendo proposto, em 31.07.2013, a abertura de Inquérito Administrativo para apurar os fatos<sup>3</sup>. Em 24.03.2014, por meio da

<sup>3</sup> Relatório de Análise GMA-1/nº 17/13 (fls. 05-33).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

PORTARIA/CVM/SGE/Nº 65 (fls. 01), a Superintendência Geral (“SGE”) instaurou o Inquérito Administrativo nº 05/2014 (“IA”).

## II. DOS FATOS E DA ACUSAÇÃO

### II.1 BREVE HISTÓRICO DA CCX

9. Em 17.06.2011, E.B. adquiriu privadamente 3.776.809 ações ordinárias de emissão da companhia Centennial Asset Participações Amapá S.A. (“CAPA” – antiga denominação da CCX), representativas da totalidade de seu capital social. Em 04.10.2011, a CAPA realizou aumento de capital social, mediante a emissão de 60.000.000 de ações ordinárias, totalmente integralizado por E.B..

10. Em 12.04.2012, a MPX Energia S.A. (“MPX”) adquiriu de E.B., em operação privada, 100% do capital social da CAPA, passando a ser sua controladora. Em 16.04.2012, a CAPA teve alterada sua denominação social para CCX Carvão da Colômbia S.A.

11. Em 24.05.2012, a CCX incorporou a parcela cindida do acervo líquido da MPX, com o consequente aumento do capital social da Companhia de R\$ 600.474,51 para R\$ 742.186.771,18, mediante a emissão de 106.346.125 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal. Adicionalmente, foi aprovado o cancelamento das ações de emissão da Companhia detidas pela MPX.

12. Em decorrência dessa incorporação, as ações emitidas pela CCX foram entregues diretamente aos acionistas e aos debenturistas da MPX (que solicitaram a conversão de suas debêntures entre 10 e 16.05.2012, na proporção de uma ação da Companhia para cada ação da MPX). Em 25.05.2012, as ações de CCX passaram a ser negociadas na bolsa sob o código CCXC3.

### II.2 HISTÓRICO DE NEGOCIAÇÃO

13. Conforme ilustra o gráfico a seguir, a partir de sua estreia na bolsa, em 25.05.2012, a R\$ 7,30, a cotação de CCXC3 teve trajetória descendente, chegando à mínima de fechamento de R\$ 1,87, em 22.11.2012. Após essa data, houve pequeno período de melhora, com a cotação de fechamento chegando a R\$ 2,55 em 11.12.2012, sem atingir, contudo, nesse intervalo, mais do que 350.000 ações negociadas por pregão. Em seguida, novo decréscimo da cotação, chegando a R\$ 1,90 em 16.01.2013, próximo da mínima de fechamento histórica, ocorrida durante o pregão de 22.11.2012.



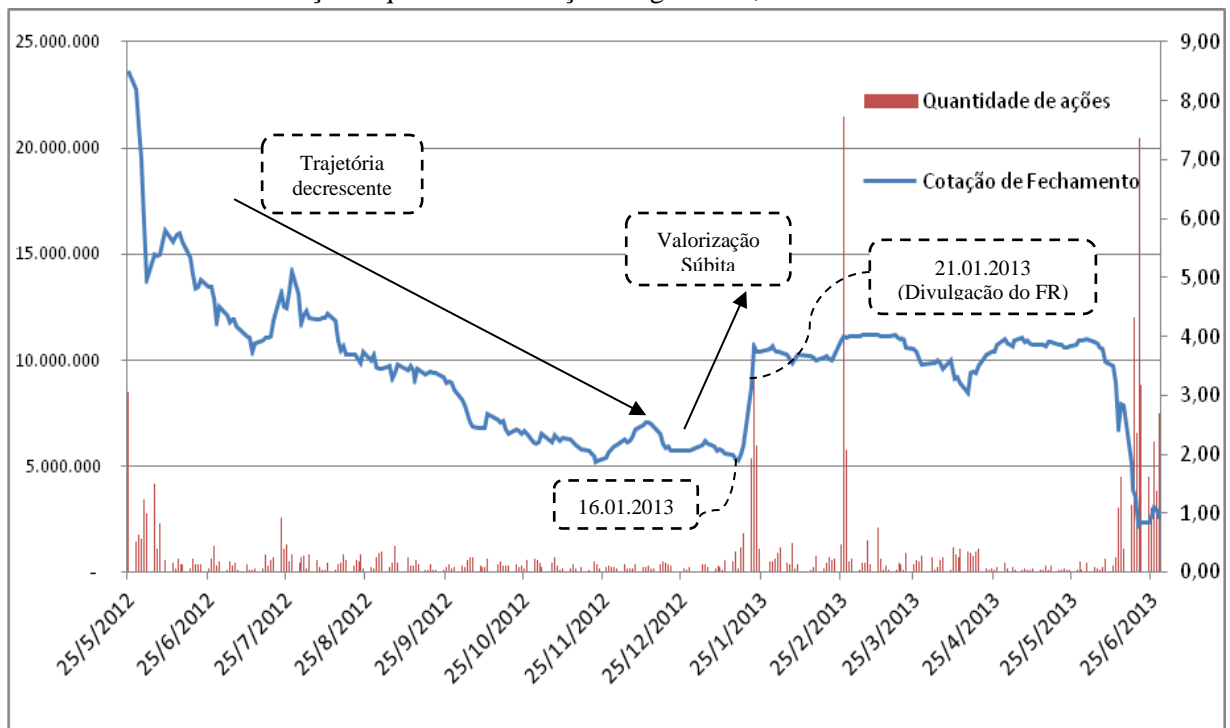
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

14. Diante desse quadro, a Comissão de Inquérito destacou que em 16.01.2013, há apenas três pregões da data da divulgação do FR, 21.01.2013, a cotação do papel se aproximou da menor cotação já registrada desde o seu lançamento.

15. A partir de 17.01.2013, a ação iniciou comportamento fora do padrão apresentado durante o mês de janeiro de 2013 e, inclusive, de todo o período de negociação, com valorização súbita e volume de mais de um milhão de ações negociadas por pregão. A mudança de padrão também foi observada nos dois pregões seguintes, 18 e 21.01, anteriores à divulgação do FR, após o encerramento deste último pregão.

**Gráfico 1:** CCXC3 - cotação e quantidade de ações negociadas, entre 25.05.2012 e 30.06.2013.



16. Com relação ao volume de negociação, o Relatório de Inquérito destacou que, nos pregões dos dias 17, 18 e 21.01.2013, o papel foi negociado em quantidade bem acima do habitual, 1.154.900, 1.880.900 e 5.379.100 ações, respectivamente. Até então, a média de negociação em janeiro de 2013 era de apenas 361.673 ações por pregão, sendo que, dos 11 pregões daquele mês, em nenhum deles foram negociadas mais de um milhão de ações.

17. Da mesma forma, ao longo desses três pregões, a cotação de CCXC3 alcançou valorização de 64,74%<sup>4</sup> e o volume financeiro total negociado chegou a R\$ 21,7 milhões,

<sup>4</sup> Considerando-se as cotações de fechamento dos pregões dos dias 16 e 21.01.2013: R\$ 1,90 e R\$ 3,13/ação, respectivamente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

valor equivalente a quase sete vezes o montante de R\$ 3,2 milhões, computado para os três pregões anteriores, de 14 a 16.01.2013.

18. De posse das informações até aqui relatadas, a Comissão de Inquérito aprofundou as análises realizadas pela GMA-1 a respeito dos negócios realizados por determinados comitentes, estendendo o período de análise para 01.01.2012 a 30.06.2013, de modo a melhor avaliar o perfil de cada um e seu histórico de atuação no mercado de valores mobiliários.

19. A seguir, passa-se a relatar as conclusões da Comissão de Inquérito sobre os investigados para os quais ela entendeu haver indícios fortes e convergentes que, analisados em conjunto, comprovariam o uso, em seus negócios com CCXC3, de informação privilegiada relacionada ao FR.

### II.3 LARS BATISTA

20. Durante o período analisado, Lars Batista, irmão de E.B., acionista controlador da CCX, por meio da XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP”), operou com CCXC3 no mercado à vista em somente quatro pregões, três em 2012 (27.09, 05.10 e 28.12.2012), e um em 2013 (21.01.2013), sendo que neste último, antes da publicação do FR, realizou um *day-trade* com 21.800 ações, comprando pela manhã por R\$ 50.453,00 e vendendo à tarde por R\$ 65,400,00, auferindo um lucro de R\$ 14.947,00.

#### II.3.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

21. O Relatório de Inquérito ressaltou que, se nos três pregões em que operou na em 2012, Lars Batista atuou na ponta vendedora, em 21.01.2013, ele operou em sentido contrário, ao realizar a operação de compra de 21.800 ações CCXC3, vendendo a mesma quantidade no mesmo pregão. Este foi o único pregão em que atuou na ponta compradora em todo o período de análise.

22. Nos pregões de 2012, Lars Batista desfez-se de posição que possuía em ações de companhias pertencentes ao grupo EBX, vendendo exatamente a mesma quantidade de ações de cada uma, inclusive CCXC3. Isto se explicaria pelo fato de, à época, ele pertencer aos quadros do grupo EBX, prestando serviços na área de TI às companhias do grupo, e, por este motivo, ter recebido, de tempos em tempos, um determinado quantitativo de ações de cada uma delas como forma de pagamento (fls. 954-958).

23. Para a Comissão de Inquérito, este detalhe não retiraria o caráter de atipicidade de sua conduta com as ações CCXC3 no dia 21.01.2013; ao contrário, o acentuaria na medida em que restaria demonstrado, pelo seu *modus operandi* até então, que ele somente atuava no mercado para converter em dinheiro as ações recebidas em pagamento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

24. A única oportunidade em que Lars Batista teria agido no mercado de bolsa com interesse em investir em algum ativo, durante o período de análise, teria sido, assim, no dia 21.01.2013, quando comprou ações de emissão da CCX.

### II.3.2 TIMING DAS OPERAÇÕES

25. Quanto ao *timing* da operação de *day-trade* realizada por Lars Batista em 21.01.2013, a Comissão de Inquérito destacou que ele iniciou suas operações de compras de CCXC3 às 10h31, quando a cotação ainda estava a R\$ 2,29, e os vendeu às 15h07, quando já era possível caracterizar oscilação atípica positiva do papel<sup>5</sup>, que já era negociado a R\$ 3,00, obtendo rentabilidade de cerca de 30% e lucro bruto de R\$ 14.947,00, pois suas compras totalizaram R\$ 50.453,00 e suas vendas R\$ 65.400,00.

26. De acordo com a Comissão de Inquérito, sua performance teria sido bastante significativa, principalmente ao se considerar que se tratou de um *day-trade*, um tipo de operação naturalmente mais limitada, devido a seus resultados serem influenciados apenas pela variação da cotação *intraday*.

27. A Comissão de Inquérito também argumentou que, ainda que as ações adquiridas tenham sido vendidas no próprio dia 21, antes que o FR fosse divulgado, o que teria limitado o lucro potencial da operação, tal atitude não caracterizaria contra indício, já que, por possuir vínculos pessoais e profissionais com o grupo EBX e com a própria CCX, como se verá mais adiante, seria natural sua opção pelo *day-trade*, inclusive para não chamar maior atenção da instituição fiscalizadora do mercado.

### II.3.3 FUNDAMENTO DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES APRESENTADAS

28. Aliada à atipicidade e ao *timing*, a Comissão de Inquérito entendeu que Lars Batista teria apresentado, em três oportunidades, fundamentação contraditória para justificar o *day-trade* realizado em 21.01.2013.

29. A primeira justificativa, dada ao operador da XP quando fechou o *day-trade*, foi a de que a aquisição de CCXC3 teria sido fruto de um engano e que queria ter comprado outro papel, embora as ordens de compra e venda tenham sido repassadas por e-mail e com identificação clara da ação (fls. 73-75). A Comissão de Inquérito acrescentou que, não obstante a referida afirmação, em todo o período analisado, o acusado não realizou qualquer outra compra além de CCXC3.

30. Posteriormente, ao ser questionado pela GMA-1 (fls. 78-81), em 24.07.2013, Lars Batista apresentou uma segunda justificativa para a operação de compra, que teria sido resultado de processo de reflexão e análise e da conclusão de que a Companhia

---

<sup>5</sup> Tanto é assim que a BM&FBovespa iniciou procedimento de apuração da oscilação atípica com as negociações observadas até as 14h53 do dia 21.01.2013 (fl. 6).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

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

poderia estar para fazer um movimento estratégico (busca de parcerias ou venda de uma parte de seus ativos) (fls. 80-81).

31. Segundo Lars, ele teria como rotina acompanhar o comportamento da ação CCXC3, desde a sua oferta pública inicial, ocorrida em 25.05.2012, e teria sido publicamente anunciado que a Companhia buscava ativamente parcerias estratégicas conforme notícias veiculadas na mídia. Neste ponto, citou duas notícias dos dias 25 e 26 de maio de 2012, ou seja, de oito meses antes do FR de 21.01.2013, para justificar seu acompanhamento das atividades da Companhia e do comportamento de suas ações.

32. Segundo a Comissão de Inquérito, porém, ainda que estas notícias tivessem algum nexo com o FR, elas não o impediram de vender CCXC3 em três oportunidades, em uma delas – 28.12.2012 – por valor ao menos 10% abaixo do que viria a comprar vinte dias depois.

33. Por fim, em 24.11.2014, em depoimento à Comissão de Inquérito, Lars Batista alegou não se recordar de ter dado a mencionada justificativa para o operador da XP, nem do seu contexto, ou mesmo de ter passado a ordem por e-mail. Além disso, acreditaria que sua compra e venda de CCXC3 nessa data teria sido ordenada pelo telefone.

34. Desse modo, na visão da Comissão de Inquérito, Lars Batista não somente teria se mostrado contraditório nas oportunidades em que falou sobre as operações do dia 21.01.2013, como também teria dado justificativas que variaram de acordo com a conveniência de cada momento. Haveria contradições entre o suposto equívoco da compra em 21.01.2013, relatado ao operador de forma descompromissada e superficial, e as notícias antigas relatadas à GMA-1, quando usou argumentos técnicos para justificar a operação.

35. Lars Batista também teria sido contraditório no depoimento que prestou à Comissão de Inquérito, quando afirmou que tinha dúvidas sobre o investimento em CCX, mas que, mesmo assim, investiu. Da mesma forma, declarou que não investiu em outras ações pelo fato de as companhias não terem demonstrado direcionamento na estratégia, diferentemente de CCX, que, na sua opinião, apresentava clareza nesse direcionamento, o que iria contra o afirmado à GMA-1, quando deixou claro que não sabia o que iria acontecer com a CCX, se uma fusão, venda, aquisição ou parceria.

36. Para a Comissão de Inquérito, caso fosse verdadeira essa última justificativa, não poderia o acusado fazer inferências de algo que tinha pouca ou nenhuma ideia do que seria, concluindo por algum direcionamento ou estratégia. Independente disso, subitamente, teria ficado bastante confortável em investir somente em CCX, e naquela data específica, a despeito de, até alguns dias antes, ter se desfeito de suas posições acionárias de companhias do grupo EBX, inclusive a de CCX.





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

37. Por fim, Lars Batista citou em seu depoimento que se desligou do grupo EBX, ficando afastado de suas obrigações laborais, bem como de qualquer pessoa ligada ao grupo, em função de doença que reincidiu em agosto de 2012, permanecendo assim até fevereiro de 2013. Neste contexto, chamou atenção da Comissão de Inquérito o fato de que, mesmo em tratamento de grave doença, o acusado teve a iniciativa de contatar a corretora e operar com CCXC3 em 21.01.2013, o que demonstraria a relevância e urgência que esta operação tinha naquele momento.

#### II.3.4 VÍNCULOS COM OUTROS COMITENTES

38. A Comissão de Inquérito destacou que Lars Batista teria, à época, uma grande proximidade com a fonte da informação divulgada no FR do dia 21.01.2013, por ser irmão de E.B., acionista controlador da CCX e responsável pela decisão de se realizar a OPA, além ter sido diretor de TI do núcleo de recursos compartilhados do Grupo EBX.

39. A proximidade entre os irmãos também seria demonstrada, segundo a Acusação, pelo fato de ele ter contratado para assessorá-lo no presente processo o mesmo escritório de advogados que assessorou E.B. na formatação da OPA e que teve acesso prévio à informação do FR.

40. A Acusação também concluiu que Lars Batista teria vínculos com L.A.C., uma das pessoas que tiveram acesso direto às informações afeitas ao FR do dia 21.01.2013, antes de sua divulgação pública, conforme relação entregue a esta CVM, na qual ele aparece como um dos profissionais ligados ao acionista controlador (fls. 50).

41. L.A.C. era, à época, assessor de E.B. na gestão dos seus investimentos pessoais e de seu fundo exclusivo, Fundo Portfólio 63 <sup>6</sup>, tendo ele e Lars Batista participado do CA da Ideiasnet S.A. (“Ideiasnet”), L.A.C. como membro efetivo e Lars como seu suplente, entre os anos de 2008 e 2012<sup>7</sup>. Em 30.04.2012, com o fim do mandato de L.A.C., o acusado passou a ocupar sua cadeira como membro efetivo.

42. Além dos fortes vínculos com o controlador da CCX (seu irmão), com L.A.C., com o Grupo EBX, do qual era diretor estatutário, e com a própria Companhia, para a qual prestou serviços na área de TI em período próximo aos fatos delineados, outras relações de Lars Batista com alguns dos demais investigados reforçariam a tese de que ele teve acesso à informação privilegiada antes de sua divulgação ao mercado.

---

<sup>6</sup> Segundo informou, em depoimento, “P.V.L”, então operador de mesa subordinado à L.A.C (fls. 849 - 850).

<sup>7</sup> A SPS ressaltou que a entrada de L.A.C e Lars Batista no C.A da Ideiasnet se deu por conta da aquisição, à época, de uma parte das ações da companhia realizada justamente pelo grupo EBX, controlado por E. B.. A participação acionária do grupo na Ideiasnet ainda viria a aumentar no ano de 2009, juntamente com o papel de Lars Batista na sua administração. Ainda que oficialmente fosse “suplente” de L.A.C, o acusado, ao que parece, estaria ganhando destaque na companhia, assumindo papel de protagonista nas decisões do C.A (conforme consta em matéria do site “exame.com” do dia 26.04.2010 (fls. 1213-1215).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

43. Um deles seria Bernardo Araújo, gestor da Marlin, atual Normandia Investimentos, empresa responsável pelas operações realizadas em nome do fundo Blue Marlin, também investigado no IA. Bernardo também integrou o CA da Ideiasnet, tendo a Acusação destacado que ele e Lars foram eleitos para tais cargos na mesma reunião do órgão, em 11.08.2011. Em depoimento, Lars Batista afirmou conhecer Bernardo Araújo, bem como “M.K” (funcionário da Marlin), e que o contato com eles se deu por meio de reuniões do CA da Ideiasnet.

44. Os vínculos supracitados comprovariam, segundo o Inquérito, que Lars Batista tinha, à época dos fatos, uma grande proximidade com a fonte da informação que seria divulgada ao final do dia 21.01.2013, e seriam indícios de seu acesso à informação, antes de sua divulgação a mercado.

45. A Comissão de Inquérito também verificou que Lars Batista e Achilles Balsini, outro comitente investigado no IA, apresentam histórico relevante de sociedade empresarial. Além de serem sócios na B&B Consultoria Ltda. (“B&B”), constituída antes dos fatos investigados no IA, até 2014 foram sócios em outras três, Superfoods Comércio de Alimentos Ltda. (“Superfoods”), Landser Gestão e Participações Ltda. (“Landser”) e Wotan Consultoria e Participações Ltda. (“Wotan”). Além disso, à época dos fatos, essas quatro empresas estavam ativas, sendo que, em três delas, os dois eram os únicos sócios, e na outra (Superfoods) dividiam sociedade com uma terceira pessoa e outras duas empresas de propriedade deles próprios.

46. Quando questionado (fls. 954-958), Lars Batista afirmou que conheceria Achilles Balsini socialmente desde 2008/2009 e que, posteriormente, teria tido relação profissional com ele, sendo seu sócio e de outras pessoas na Superfoods. Atualmente, segundo o Acusado, não manteriam convívio social ou profissional.

47. Achilles Balsini, por sua vez, quando perguntado (fls. 950-953) se conhecia alguém vinculado ao Grupo EBX ou à CCX, afirmou que conheceria Lars Batista e que os dois teriam sido apresentados por um amigo em comum em 2011. Complementou dizendo que, atualmente, teria apenas contato social esporádico e que teria mantido contato profissional por um tempo em virtude de um projeto de importação de alimentos orgânicos da Alemanha. Atualmente, porém, não manteria conversas sobre investimentos com Lars Batista.

48. A Comissão de Inquérito ressaltou que, com exceção da Superfoods, ambos optaram por não mencionar as outras empresas em que foram (Landser e Wotan) ou ainda eram sócios (B&B), o que caracterizaria uma tentativa de desviar e esconder a proximidade que possuíam.

49. Em virtude dos indícios de que Lars Batista e Achilles Balsini teriam utilizado informação privilegiada para realizar as operações aqui investigadas, ambos foram intimados a prestar esclarecimentos (fls. 933-935). A Comissão de Inquérito apontou que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

ele foi assessorado, nessa questão, pelo mesmo escritório de advocacia que assessorou E.B. na oferta de permuta, objeto do FR, tendo sido um dos que tiveram conhecimento da vontade do acionista controlador assim que este começou a verificar as condições para fazer a OPA, em 10.01.2013<sup>8</sup>. Tal fato, por si só, para a Acusação, indicaria mais uma proximidade verificada entre Lars e E.B., pois, além de irmãos, compartilham dos serviços do mesmo escritório de advocacia.

50. Além disso, a Comissão de Inquérito concluiu que Lars apresentou reserva de hotel adulterada, de modo a se esquivar de prestar, antes de Achilles, esclarecimentos sobre a operação suspeita realizada em 21.01.2013 (fls. 938-934, 1278 a 1284).

51. Pelas razões apresentadas, a Comissão de Inquérito concluiu que existiriam indícios fortes e convergentes de que Lars Batista usou informação privilegiada em seu *day-trade* com 21.800 ações CCXC3 realizado em 21.0.2013, que lhe proporcionou um lucro bruto de R\$ 14.947,00, devido (i) ao seu histórico de negociação com o papel, (ii) ao tempo em que entrou comprando a ação, com o agravante de ter sido sua única operação de compra no período, (iii) somado aos vínculos mencionados e (iv) ao fato de ter apresentado três justificativas diferentes, sendo uma, inclusive, contrária a seu histórico de negociação.

### II.4 ACHILLES BALSINI

52. Achilles Balsini, advogado, residente, em Florianópolis, assim como Lars Batista, com quem mantinha as sociedades empresariais já mencionadas e que também operava pela XP, comprou 193.000 ações CCXC3 em 21.01.2013, antes da publicação do FR, pelo montante de R\$ 483.714,00, alienando-as entre 26 e 28.02.2013, pelo total de R\$ 766,500,00, auferindo um lucro de R\$ 282.786,00.

#### II.4.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

53. Além de CCXC3, Achilles Balsini realizou operações com ações de emissão de outras dez companhias, entre de janeiro de 2012 e junho de 2013. No entanto, segundo a Comissão de Inquérito, essas negociações revelariam ser ele um investidor não contumaz no mercado de ações, atuando em uma média de somente três pregões por papel.

54. Nesse sentido, as informações da tabela abaixo apontariam uma enorme diferença entre o volume financeiro médio operado por ele com CCXC3, de R\$ 304.000,00/pregão, e aquele operado com os outros dez papéis em que investiu, de, no máximo, R\$ 9.422,00/pregão.

---

<sup>8</sup> Resposta ao OFÍCIO/CVM/GMA-1/Nº 006/13 (fls. 49 a 51).

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

**Tabela 1: Ações negociadas por Achilles Balsini, entre janeiro de 2012 e junho de 2013.**

Papel	Quantidade pregões	Quantidade operada	Resultado financeiro (R\$)	Giro total (R\$)	Giro médio p/pregão (R\$)	Performance (%)
ALLL3	4	3.800	637,00	35.751,00	8.937,75	4
BRFS3	2	400	342,00	13.978,00	6.989,00	5
CMIG4	2	800	316,00	18.516,00	9.258,00	3
CYRE3	2	1.000	165,00	17.985,00	8.992,50	2
ESTC3	2	176	88,00	7.480,00	3.740,00	2
GGBR4	2	1.000	(545,00)	15.325,00	7.662,50	(7)
JBSS3	2	3.000	180,00	17.130,00	8.565,00	2
KLBN4	4	3.200	(968,00)	37.688,00	9.422,00	(5)
SAAG11	1	26	2.730,00	2.730,00	2.730,00	-
USIM5	4	3.200	832,00	35.968,00	8.992,00	5
<b>TOTAL</b>	<b>25</b>	<b>16.576</b>	<b>1.047,00</b>	<b>199.821,00</b>	<b>7.992,84</b>	<b>1</b>
<b>CCXC3</b>	<b>4</b>	<b>386.000</b>	<b>282.786,00</b>	<b>1.214.250,00</b>	<b>303.562,50</b>	<b>58</b>

55. Do mesmo modo, o Relatório de Inquérito aponta, na tabela a seguir, que o volume financeiro aportado por Achilles Balsini na operação com CCXC3 no dia 21.01.2013 – R\$ 483.714,00 – destoou dos demais investimentos realizados por ele no mercado de bolsa, que teve uma média de R\$ 8.282,25. No montante total de suas compras, no mencionado período de dezoito meses, o investimento feito em CCXC3 em 21.01.2013 corresponderia a mais de 80% do volume total aplicado,

**Tabela 2: Ações negociadas por Achilles Balsini, entre janeiro de 2012 e junho de 2013.**

Pregão	Ação	Quantidade (Compra)	Financeiro (Compra)	Quantidade (Venda)	Financeiro (Venda)
13/08/2012	JBSS3	1.500	8.475,00	-	-
21/08/2012	JBSS3	-	-	-1.500	8.655,00
12/09/2012	BRFS3	200	6.818,00	-	-
14/09/2012	BRFS3	-	-	-200	7.160,00
17/09/2012	USIM5	-	-	-800	9.208,00
25/09/2012	USIM5	800	8.616,00	-	-
26/09/2012	CYRE3	500	8.910,00	-	-
11/10/2012	CYRE3	-	-	-500	9.075,00
15/10/2012	ALLL3	1.000	9.250,00	-	-
23/10/2012	ALLL3	-	-	-1.000	9.320,00
01/11/2012	KLBN4	800	9.688,00	-	-
14/11/2012	KLBN4	-	-	-800	9.184,00
19/11/2012	USIM5	800	8.952,00	-	-
28/11/2012	USIM5	-	-	-800	9.192,00
06/12/2012	KLBN4	800	9.640,00	-	-
13/12/2012	KLBN4	-	-	-800	9.176,00



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

09/01/2013	SAAG11	-	-	-26	2.730,00
16/01/2013	CMIG4	400	9.100,00	-	-
21/01/2013	CMIG4	-	-	-400	9.416,00
	CCXC3	193.000	483.714,00	-	-
28/01/2013	ESTC3F	-	-	-88	3.784,00
29/01/2013	ESTC3	88	3.696,00	-	-
20/02/2013	ALLL3	900	8.307,00	-	-
26/02/2013	CCXC3	-	-	-65.000	260.650,00
27/02/2013	CCXC3	-	-	-65.000	257.400,00
28/02/2013	CCXC3	-	-	-63.000	248.450,00
01/03/2013	ALLL3	-	-	-900	8.874,00
06/03/2013	GGBR4	500	7.935,00	-	-
04/04/2013	GGBR4	-	-	-500	7.390,00
<b>Total Geral</b>	-	<b>201.288</b>	<b>583.101,00</b>	<b>-201.314</b>	<b>869.664,00</b>

56. Além disso, seu *modus operandi* de negociar pequenos volumes, se manteve inalterado mesmo após as operações realizadas com CCXC3, com exceção dos pregões em que alienou as ações da CCX compradas em 21.01.2013, o que, para a Acusação, demonstraria que sua conduta frente às ações CCXC3 teria sido uma excepcionalidade.

57. Em seu depoimento à Comissão de Inquérito (fls. 950-953), Achilles Balsini afirmou não ter atuado no mercado entre 2005 a setembro de 2011, quando então teria voltado a operar fortemente no mercado futuro de mini índice, ficando comprado ou vendido em, no máximo, quinze contratos e que, para isso, precisaria de um valor em torno de 150 mil reais. Declarou também que o volume financeiro de suas aplicações no mercado à vista variaria de acordo com a disponibilidade de recursos, que poderia ser de 50 mil a 800 mil reais.

58. Para a Acusação, tratou-se de tentativa de demonstrar que possuía perfil operacional de um investidor que movimentava altos volumes financeiros<sup>9</sup>, de modo a justificar seu relevante investimento em CCXC3 no dia 21.01.2013. Entretanto, a Comissão de Inquérito verificou que ele nunca ultrapassou, no mercado à vista, à exceção da negociação com CCXC3, o patamar de R\$ 10.000,00, e também não operou mais de uma ação em cada pregão – à exceção de CCXC3, somente adquirindo um papel de uma segunda companhia após ter concluído a venda de quantidade anteriormente comprada da primeira companhia<sup>10</sup>.

59. Após analisar as operações e seu extrato de conta corrente na corretora (fls. 1087-1091), a Comissão de Inquérito também verificou que seus negócios no mercado

<sup>9</sup> De acordo com sua ficha cadastral na XP, datada de 09.09.2011 (fls. 152-164), sua renda mensal era de R\$ 50.000,00, e suas aplicações financeiras totalizavam R\$ 600.000,00.

<sup>10</sup> Com exceção das ações USIM5 e ESTC3, com as quais ele vendeu os lotes primeiro para depois comprá-los. Mesmo nestes casos, manteve a prática de somente operar com outro papel quando já finalizados os negócios com o anterior.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

futuro de contratos de mini Ibovespa, por sua vez, não exigiram volumes superiores, e sequer próximos, a R\$ 50.000,00. Apesar de Achilles Balsini ter afirmado que para operar quinze desses contratos fosse necessário dispor de R\$ 150.000,00, a Acusação calculou em cerca de cerca de R\$ 28.000,00 o depósito de margem necessário para esse número de contatos, à época, acrescentando que a disponibilidade financeira necessária para operá-los seria aquela suficiente para cobrir ajustes diários negativos, se houvesse.

60. O fato de operar no mercado futuro de mini Ibovespa seria então, para a Comissão de Inquérito, mais um indicativo de que Achilles Balsini era cauteloso como investidor, pois realizava investimentos no mercado de capitais que, caso fossem malsucedidos, provocariam baixo impacto no seu patrimônio.

#### II.4.2 *TIMING* DAS OPERAÇÕES

61. A Acusação destacou que Achilles Balsini realizou suas operações com CCXC3, papel com que não havia operado, em momento e sentido perfeitos, tendo efetuado suas compras no início do dia 21.01.2013 (antes da divulgação do FR), a uma cotação de R\$ 2,51, tendo vendido todo o lote adquirido em três pregões consecutivos (26, 27, e 28.02.2013), a uma cotação média de R\$ 3,97<sup>11</sup>.

62. O resultado desse *timing* perfeito, aliado ao volume operado, foi uma performance bem acima do que conseguiu em suas demais operações pois, ao passo que com CCXC3 conseguiu uma rentabilidade de aproximadamente, 58%, com lucro de R\$ 282.786,00, com todas as demais ações que negociou no período analisado, seu resultado percentual foi positivo em aproximadamente 1% (R\$ 1.047,00 de lucro)<sup>12</sup>.

#### II.4.3 FUNDAMENTO DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES APRESENTADAS

63. Em seu depoimento à Comissão de Inquérito (fls. 950-953), Achilles Balsini justificou a compra de volume financeiro significativo de CCXC3, bem acima do que costumava negociar, dizendo que percebeu movimento atípico, tanto na cotação do papel quanto no seu volume negociado, e procurou notícias sobre a Companhia, tendo verificado que ela estava procurando projetos para investir e parceiros estratégicos.

---

<sup>11</sup> A SPS frisou que, como havia uma intenção firme de compra dos papéis CCXC3 divulgada pelo acionista controlador da companhia ao preço máximo de R\$ 4,31/papel, não havia necessidade de realizar o lucro imediatamente, pois seu preço no mercado tenderia a oscilar na faixa próxima desse valor. Tal assertiva se mostrou plausível, uma vez que o comitente, após ter comprado seu lote de 193.000 ações ao preço médio de R\$ 2,51/papel, vendeu-o ao preço médio de R\$ 3,97/papel, um acréscimo de 60%, mesmo passado mais de um mês desde a divulgação do F.R. Inclusive, o valor médio de suas operações de venda, de R\$ 3,97/ação, ficou bem próximo do valor de R\$ 3,95, registrado na abertura do pregão de 22.01.2013, dia seguinte à divulgação do F.R.

<sup>12</sup> Isto se aplica a 9 das outras 10 ações em que operou, pois em uma delas (SAAG11) o comitente operou somente na ponta de venda.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

64. De posse dessas informações, teria resolvido investir toda a sua disponibilidade de recursos, cerca de 400 mil reais, na compra de CCXC3 naquele mesmo dia, o que, para a Comissão de Inquérito, teria sido contraditório com a cautela que norteou sua conduta como investidor em todo o período de um ano e meio de análise.

65. A Comissão de Inquérito destacou que, de acordo com seu extrato de conta corrente da XP, para o período de 01.01.2012 a 30.06.2013<sup>13</sup>, em momento algum, à exceção do dia 21.01.2013, quando operou com CCXC3, e em 27.03.2012, o acusado possuiu valor acima de R\$ 50.000,00 em conta.

66. A Acusação apurou que, ao contrário do afirmado por Achilles Balsini em seu termo de declarações, os recursos financeiros utilizados na compra das ações CCXC3 em 21.01.2013 não estavam disponíveis em sua conta corrente pessoal, mas foram resgatados de um fundo de investimento mantido no banco HSBC pela empresa B&B, de que era sócio junto com Lars Batista, e posteriormente transferidos para sua conta corrente no mesmo banco e agência.

67. Toda a movimentação foi realizada na exata data da divulgação do FR e da aplicação em CCXC3, conforme atestam os extratos bancários do Banco HSBC (fls. 1261-1275), obtidos pela CVM com fundamento na Cláusula 5ª do Convênio celebrado entre a CVM e o Banco Central do Brasil.

68. Em vista do exposto, a Comissão de Inquérito destacou a segurança de Achilles Balsini quando investiu em CCXC3 em 21.01.2013, a ponto de desfazer-se de investimentos que possuía com Lars Batista em uma das empresas de que eram sócios (B&B) para investir em uma única ação, principalmente ao se levar em conta a sua cautela como investidor e o fato de que suas aplicações, em outros 24 pregões e com outras 10 ações distintas, nunca passaram de R\$ 10.000,00, em todo o período de um ano e meio de análise.

#### II.4.5 VÍNCULO E ORIGEM DOS RECURSOS

69. Apesar da tentativa de Achilles Balsini e Lars Batista de se desvincularem entre si, ficou constatado que ambos eram sócios, desde 16.03.2012, na empresa B&B, na proporção de 50% para cada um, à época dos fatos (fls. 1189-1193). Ademais, eram sócios em outras três sociedades, à época da divulgação do FR (fls. 1152-1165).

70. Ademais, o *timing* das operações dos dois acusados citados reforçaria ainda mais esta ligação, haja vista que tanto Lars Batista como Achilles Balsini operaram no dia 21.01.2013 praticamente no mesmo momento. Enquanto este último iniciou sua série de operações de compra às 10h25, Lars iniciou o processo de compra às 10h16, e sua operação de compra foi executada às 10h31.

---

<sup>13</sup> Extrato de conta corrente XP (fls. 1089-1091).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

71. Dessa forma, em relação a Achilles Balsini, (i) a atipicidade do volume aplicado em CCXC3; (ii) o fato de ser neófito no papel; (iii) o *timing* perfeito de suas operações; (iv) o seu *modus operandi* quanto às demais ações em que investiu no período; (v) as contradições de suas declarações ao tratar de seus investimentos e de seu perfil de investidor; (vi) a superficialidade de sua fundamentação; (vii) seu estreito vínculo com Lars Batista; e, por fim, (viii) a origem do dinheiro investido, levaram a Comissão de Inquérito à conclusão de existência de indícios de que ele usou de informação privilegiada em suas operações com CCXC3, que lhe proporcionaram um lucro bruto de R\$ 282.786,00.

### II.5            MARCO VIRZI

72. Marco Virzi era o único cotista do fundo de investimento FIM Extreme V Crédito Privado (“FIM Extreme”), que, em 17 e 18.01.2013, comprou 480.000 e 200.000 ações CCXC3, respectivamente, alienando a maior parte, 549.000 ações, no pregão seguinte ao FR, 22.01.2013.

73. Foi diretor estatutário de renda fixa do Banco Icatu, onde trabalhou durante 14 anos (fls. 837-839), tendo em seguida participado da criação da empresa de investimentos Mercatto. Ao se desligar desta última, em 2002, passou a fazer a gestão de seu patrimônio próprio, vindo, posteriormente, a constituir o FIM Extreme, com idêntico objetivo, tratando-se, portanto, de profissional experiente do mercado.

74. Conforme destacou a Acusação, a gestão do FIM Extreme, à época do FR, era realizada pelo BNY Mellon<sup>14</sup>, mas com participação ativa nas decisões de investimento de Marco Virzi (fls. 306-307), que, em seu depoimento, confirmou sua participação na gestão do fundo e que as ordens eram transmitidas por ele próprio.

#### II.5.1            ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

75. O FIM Extreme comprou 1.050.000 ações CCXC3 em seu lançamento na Bovespa e, nos pregões seguintes, apesar de quantidades significativas, reduziu suas aquisições, passando a operar lotes menores transcorridos alguns pregões.

76. A Comissão de Inquérito apontou que, até a data do FR, o FIM Extreme raramente comprou ou vendeu mais do que 300.000 ações no mesmo dia, ainda que tenha sido investidor contumaz do papel, atuando em quase metade dos pregões.

**Tabela 3:** Quantidades negociadas pelo FIM Extreme após lançamento de CCXC3 na Bovespa.

---

<sup>14</sup> O Relatório da GMA-1 apontou “J.C.L.X.O”, responsável pela tomada de decisão de investimentos do FIM Extreme, como tendo operado CCXC3 para o fundo utilizando informação privilegiada, as a SPS concluiu que Marco Virzi, atuava conjunta e ativamente na gestão de tal fundo e que, no período investigado, teria sido o responsável pelas ordens de compra e venda de CCXC3.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

Data	Quantidade de negócios	Compras FIM Extreme	Vendas FIM Extreme	C + V (FIM Extreme)	Participação do fundo no total negociado
25/05/2012	8.501.300	1.050.000	-	1.050.000	12%
28/05/2012	1.416.900	250.000	-	250.000	18%
29/05/2012	1.747.600	-	-	-	-
30/05/2012	1.554.400	100.000	-	100.000	6%
31/05/2012	3.442.600	350.000	-	350.000	10%
01/06/2012	2.752.000	500.000	-	500.000	18%
04/06/2012	4.178.600	500.000	-	500.000	12%
05/06/2012	1.084.700	-	-	-	-
06/06/2012	2.279.600	39.800	-33.700	73.500	3%
08/06/2012	564.000	100.000	-6.100	106.100	19%
11/06/2012	442.500	-	-	-	-
12/06/2012	171.700	300	-300	600	-
13/06/2012	662.200	-	-270.000	270.000	41%
14/06/2012	336.900	120.200	-200	120.400	36%
15/06/2012	374.500	56.100	-	56.100	15%
18/06/2012	173.600	-	-6.100	6.100	4%
19/06/2012	600.800	-	-25.000	25.000	4%
20/06/2012	398.600	-	-50.000	50.000	13%
21/06/2012	362.800	25.000	-25.000	50.000	14%
22/06/2012	384.000	15.000	-15.000	30.000	8%
25/06/2012	195.200	-	-	-	-
26/06/2012	599.300	-	-175.000	175.000	29%
27/06/2012	1.202.800	75.000	-275.000	350.000	29%
28/06/2012	330.100	83.100	-5.000	88.100	27%
29/06/2012	509.200	121.900	-	121.900	24%

77. Analisando os pregões dos últimos três meses anteriores ao FR, conforme informações da tabela a seguir, a Comissão de Inquérito verificou que, à exceção das 680.000 ações compradas na última hora do dia 17 e na primeira hora do dia 18.01.2013, a quantidade máxima operada em um único pregão pelo FIM Extreme foi a venda de 230.000 ações, em 15.01.2013.

78. A Acusação acrescentou que as compras de CCXC3 feitas pelo FIM Extreme dos dias 17 e 18.01.2013 foram bem acima das médias históricas diárias negociadas com CCXC3 nos últimos meses, tanto pelo FIM Extreme, de apenas 42.000 ações/pregão, como pelo próprio mercado. Além disso, o volume financeiro aplicado na ação, de cerca de R\$ 1,4 milhão, equivaleu a 15 vezes à média daquele período, de apenas R\$ 95.000,00/pregão.

**Tabela 3:** Negociações do FIM Extreme com CCXC3 nos três meses anteriores ao FR.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

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

Data	Compra	Venda	Saldo	Σ C+V	Quant. total (QTN)	Compra/ QTN (%)	Venda/ QTN (%)	Σ C+V/ QTN (%)
16/10/2012	25.000	-28.000	-3.000	53.000	527.900	0,05	-0,05	10%
18/10/2012	-	-3.200	-3.200	3.200	304.400	0,00	-0,01	1%
22/10/2012	10.000	-	10.000	10.000	382.400	0,03	0,00	3%
23/10/2012	25.000	-85.000	-60.000	110.000	210.400	0,12	-0,40	52%
24/10/2012	30.000	-80.000	-50.000	110.000	294.500	0,10	-0,27	37%
26/10/2012	100.000	-100.000	-	200.000	551.400	0,18	-0,18	36%
01/11/2012	50.000	-	50.000	50.000	254.300	0,20	0,00	20%
05/11/2012	-	-100.000	-100.000	100.000	450.500	0,00	-0,22	22%
06/11/2012	100.000	-	100.000	100.000	704.700	0,14	0,00	14%
21/11/2012	-	-75.000	-75.000	75.000	524.500	0,00	-0,14	14%
26/11/2012	35.000	-25.000	10.000	60.000	244.100	0,14	-0,10	25%
27/11/2012	19.100	-	19.100	19.100	300.000	0,06	0,00	6%
28/11/2012	25.900	-	25.900	25.900	252.800	0,10	0,00	10%
29/11/2012	30.000	-	30.000	30.000	215.600	0,14	0,00	14%
03/12/2012	30.000	-	30.000	30.000	349.300	0,09	0,00	9%
05/12/2012	10.000	-	10.000	10.000	135.400	0,07	0,00	7%
07/12/2012	50.000	-50.000	-	100.000	340.700	0,15	-0,15	29%
10/12/2012	20.000	-20.000	-	40.000	226.400	0,09	-0,09	18%
11/12/2012	39.100	-39.100	-	78.200	211.000	0,19	-0,19	37%
12/12/2012	72.700	-22.700	50.000	95.400	312.300	0,23	-0,07	31%
14/12/2012	-	-52.000	-52.000	52.000	159.900	0,00	-0,33	33%
17/12/2012	44.000	-44.000	-	88.000	348.400	0,13	-0,13	25%
18/12/2012	50.000	-128.000	-78.000	178.000	512.200	0,10	-0,25	35%
19/12/2012	30.000	-45.000	-15.000	75.000	463.700	0,06	-0,10	16%
20/12/2012	25.000	-5.000	20.000	30.000	375.500	0,07	-0,01	8%
07/01/2013	-	-22.000	-22.000	22.000	191.900	0,00	-0,11	11%
08/01/2013	5.000	-103.000	-98.000	108.000	298.200	0,02	-0,35	36%
09/01/2013	40.300	-16.800	23.500	57.100	222.500	0,18	-0,08	26%
11/01/2013	112.900	-54.500	58.400	167.400	560.900	0,20	-0,10	30%
14/01/2013	63.100	-	63.100	63.100	494.600	0,13	0,00	13%
15/01/2013	-	-230.000	-230.000	230.000	944.200	0,00	-0,24	24%
17/01/2013	<b>480.000</b>	-	<b>480.000</b>	<b>480.000</b>	<b>1.152.900</b>	<b>0,42</b>	<b>0,00</b>	<b>42%</b>
18/01/2013	<b>225.000</b>	<b>-25.000</b>	<b>200.000</b>	<b>250.000</b>	<b>1.863.000</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,01</b>	<b>13%</b>
21/01/2013	-	-75.000	-75.000	75.000	5.379.100	0,00	-0,01	1%
22/01/2013	-	-549.000	-549.000	549.000	9.202.700	0,00	-0,06	6%
23/01/2013	70.000	-	70.000	70.000	5.942.200	0,01	0,00	1%
28/01/2013	37.000	-7.000	30.000	44.000	498.800	0,07	-0,01	7%
29/01/2013	-	-86.100	-86.100	86.100	484.400	0,00	-0,18	18%
30/01/2013	5.000	-63.900	-58.900	68.900	601.000	0,01	-0,11	11%
31/01/2013	115.000	-	115.000	115.000	914.700	0,13	0,00	13%

79. Para a Acusação, no pregão do dia 17.01.2013, no qual o fundo aplicou quase R\$ 1 milhão em CCXC3, não teriam sido identificados indicadores de mercado que pudessem justificar um interesse súbito pelo papel, como aumento de volume negociado



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

ou oscilação atípica na cotação. Dessa forma, não seria possível afirmar que o mercado sinalizava que algo de relevante relacionado à companhia estava prestes a acontecer.

80. Do exposto, a Comissão de Inquérito concluiu que teria havido, por parte do fundo FIM Extreme e, por consequência, de Marco Virzi, um grande e atípico interesse pelo papel CCXC3 nos dias que antecederam a divulgação do FR.

#### II.5.2 *TIMING* DAS OPERAÇÕES

81. A Comissão de Inquérito considerou que, apesar do FIM Extreme negociar com CCXC3 desde seu lançamento em bolsa, as compras efetuadas nos dias 17 e 18.01.2015 foram atípicas para seu perfil operacional e com um *timing* perfeito, principalmente por não haver motivo aparente que justificasse a compra da quantidade já citada, tanto a níveis percentuais quanto absolutos, em relação ao que o fundo vinha operando nos últimos meses.

82. Nesse sentido, o FIM Extreme fez sua maior aquisição percentual justamente nos pregões que antecederam a valorização de 100% no preço da ação CCXC3, quando a cotação de cerca de R\$ 2,00 para quase R\$ 4,00, no intervalo de apenas quatro pregões.

83. A Comissão de Inquérito destacou que, no pregão do dia 15.01.2013, ou seja, há apenas dois dias de começar a atuar intensamente na ponta compradora, o fundo vendeu quantidade relevante de ações CCXC3, 230.000, a um preço médio de R\$ 1,95, mais baixo do que aquele pelo qual efetuou as compras no dia 17, a R\$ 2,00/ação. Ou seja, em apenas dois dias, sem que nesse ínterim se tivesse notícia de fato novo relacionado ao papel, o investidor tomou a decisão de adquiri-lo em elevada quantidade por um preço maior do que aquele que, em dois pregões imediatamente anteriores, o havia vendido.

84. Como resultado, a compra das 680.000 ações CCXC3 por R\$ 1.385.574,00 nos dias 17 e 18.01.2013 proporcionou ao FIM Extreme um ganho bruto estimado de R\$ 1.165.411,00, conforme tabela a seguir:

**Tabela 4:** Ganho obtido com a compra e venda de CCXC3 nos dias 17, 18, 21 e 22.01.2013.



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

<b>Dia</b>	<b>C/V</b>	<b>Qtd. Líquida</b>	<b>R\$</b>	<b>Observação</b>
17.01	C	480.000	-959.193,00	-
18.01	C	200.000	-426.381,00	Compra de 225.000 ações e venda de outras 25.000.
21.01	V	75.000	224.500,00	Divulgação do FR após o encerramento do pregão.
22.01	V	549.000	2.111.445,00	-
28.01	V	7.000	26.880,00	-
29.01	V	49.000	188.160,00	O volume referente às primeiras 49.000 do total de 86.100 ações vendidas no pregão.
<b>Lucro Bruto</b>			<b>1.165.411,00</b>	

85. A Acusação ressaltou que a aquisição de 480.000 ações no dia 17.01.2013, ao final do dia, faltando uma hora para o fim do pregão, foi a que mais incrementou os resultados, já que precedeu a valorização de 100% da ação, após a divulgação do FR em 21.01.2013, depois do fechamento do pregão.

86. A Comissão de Inquérito também fez as seguintes ponderações sobre o histórico de negociação do FIM Extreme com CCXC3:

- a) o investidor se posicionou em CCXC3 nos primeiros dez dias, desde seu lançamento em bolsa, ou seja, de 25.05.2012 a 04.06.2012, quando comprou um total de 2.750.000 ações ao custo bruto de R\$ 18.549.724,00 (cotação média de compra de R\$ 6,75/ação);
- b) depois disso, houve uma sequência de compras e vendas em vários pregões que se estendeu por quase sete meses, até o dia 15.01.2013 (a despeito das movimentações realizadas nesse período, continuou praticamente com o mesmo saldo que tinha em 04.06.2012, de 2.774.000 ações em carteira); e
- c) durante este período de quase sete meses, o investidor comprou um total 5.044.100 ações e vendeu 5.020.100 ações<sup>15</sup>, em cotações médias de R\$ 3,85 e 3,71/ação, respectivamente.

87. Assim, em análise global, e considerando seu histórico total com o papel, a Comissão de Inquérito verificou que o investidor teve prejuízo com CCXC3, principalmente pelo fato de o papel não ter mais retomado o patamar de R\$ 6,75 (cotação média de suas compras nos seus primeiros dias), mas esse prejuízo seria relacionado à decisão de adquirir o papel em valor de cotação superior a R\$ 6,00, ocorrida há mais de sete meses dos fatos investigados no IA, e que, portanto, não se confundiriam com os negócios realizados por ocasião do FR.

<sup>15</sup> Nestes valores estão computados seus negócios no mercado à vista e no mercado a termo.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

88. Para a Comissão de Inquérito, a despeito do resultado final negativo, sua estratégia durante o período de 04.06.2012 a 15.01.2013 poderia, até mesmo, ser considerada excelente, uma vez que a diferença entre suas cotações médias de compra e venda, ainda que negativa, foi de apenas 3,6%, em um cenário em que o papel enfrentou desvalorização de mais de 64% (R\$ 5,40 em 04.06.2012 para R\$ 1,91 em 15.01.2013 – cotações de fechamento).

#### II.5.3 FUNDAMENTOS DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES

89. Quando perguntado sobre o motivo de ter comprado volume tão expressivo de CCXC3 em 17 e 18.01.2013, Marco Virzi limitou-se a dizer que o aumento de posição no papel teria se dado pelo seu preço, em torno de R\$ 2,00, que, em sua opinião estaria subvalorizado e muito bom para a compra, e também pela liquidez do papel.

90. Para a Comissão de Inquérito, esta alegação estaria em contradição com o fato de ele ter negociado com o papel nesse patamar de preço entre os dias 21 e 26 de novembro de 2012, tendo vendido 75.000 ações no dia 21, ao preço médio de R\$ 2,00, e cinco dias depois efetuado uma compra líquida de somente 10.000 ações, ao preço médio de R\$ 1,93. Do mesmo modo, o fundo vendeu quantidade relevante de ações CCXC3, 230.000, no pregão do dia 15.01.2013, ou seja, há apenas dois dias de sua primeira atuação intensa na compra – 17.01.2013, tendo, ademais, vendido este lote a um preço médio ainda mais baixo que aquele pelo qual comprou no dia 17 – R\$ 1,95 contra R\$ 2,00/ação, o que iria de encontro ao argumento apresentado.

91. A Comissão de Inquérito ressaltou que, quando o FIM Extreme fez sua primeira operação do dia 17.01.2013, pela corretora ICAP, às 16h19, tinham sido negociadas apenas 360.400 ações CCXC3, em linha com os volumes que vinham sendo negociados e abaixo da média histórica do papel, que era de 548.372 ações, não havendo, portanto, até aquele momento, qualquer indicação de alteração do volume negociado.

92. Para melhor compreensão desses fatos, e considerando que os negócios foram executados por meio de duas corretoras, a BGC Liquidez DTVM Ltda. (“BGC”) e a ICAP do Brasil CTVM Ltda. (“ICAP”), a Comissão de Inquérito optou por organizá-los de forma segmentada.

**Tabela 5:** Operações do FIM Extreme com CCXC3 nos dias 17 e 18.01.2013.

Data	C/V	Corretora	Hora (início)	Hora (fim)	Qtd. (compra)	Preço Médio
17	C	Icap	16h19	17h09	180.000	1,99
	C	BGC	16h47	16h59	300.000	2,00
18	C	BGC	10h19	10h40	200.000	2,13
	V	BGC	15h47	16h51	25.000	2,17
	C	Icap	17h17	17h36	25.000	2,16

*Corretora BGC*



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

93. Em 13.03.2013, dois meses após a execução das operações com CCXC3 em análise, a corretora BGC, por ocasião de auditoria interna, questionou o corretor responsável por recepcionar e executar as ordens em nome do FIM Extreme, “M.C.S”, sobre as operações realizadas pelo fundo, nos dias 17 e 18.01.2013, com CCXC3, já que estas não haviam sido gravadas ou registradas.

94. M.C.S, então, perguntou por e-mail (fls. 300 a 301) a Marco Virzi se ele se recordava de como havia passado as ordens referentes àquelas operações, tendo ele respondido dessa forma: “(...) *Essas foram as compras que te passei no almoço do dia 17!!!!!!!!!!!!!! Lembra!!!!!!!!!! Vc tinha venda no balcão,,,,,,,,,mercado negociando volume bom,,, Te disse que podia c ate 300 mil no dia e 200 mil no dia seguinte dependendo da abertura..... Compramos 500 mil no total Eh isso,,, te passei as ordens no fim do almoço.....*”.

95. Contudo, a despeito da alegação de ter passado a ordem no horário de almoço, seus negócios pela BGC, no dia 17.01.2013, foram realizados entre 16:47:41 e 16:59:23, faltando menos de uma hora para o término do pregão, quando, inclusive, já tinha começado a operar por outra corretora, a ICAP.

96. Além disso, a Comissão de Inquérito identificou a tentativa, nesse *email*, emitido dois meses após a operação, de se criar uma situação em que CCXC3, no dia 17.01.2013, estivesse com volume acima do normal, o que, como já foi relatado, não corresponderia à realidade.

#### *ICAP Brasil*

97. Verificando as ordens passadas para a corretora ICAP (fls. 948 e 949) no dia 17, a Comissão de Inquérito notou que, em determinado momento, Marco Virzi não se contentou em comprar o que estava disponível na tela, e pediu a seu operador, o corretor da ICAP, “C.A.C.N.”<sup>16</sup>, que entrasse em contato com a mesa do JP Morgan para saber quantas ações ela tinha para vender, pois tinha comprador para mais do que o ofertado na tela.

98. Mais ainda, na ordem passada para o corretor, Marco Virzi teria se utilizado de estratégia para não demonstrar o interesse do FIM Extreme em comprar um lote que, no caso de CCXC3, era bastante significativo, o que, para a Comissão de Inquérito, poderia ter sido feito para evitar que outros comitentes percebessem a sua atuação e entrassem comprando, fazendo com que o preço subisse. Assim, comprou 180.000 ações pela corretora ICAP, mas sempre exibindo o lote aparente de somente 1.000 ações.

99. Durante depoimento a esta CVM, C.A.C.N., quando questionado sobre a motivação que Marco Virzi possa ter tido ao solicitar-lhe que procurasse a mesa do JP

---

<sup>16</sup> Responsável por recepcionar e executar as ordens do FIM Extreme, e que já conhecia Marco Virzi desde quando ambos trabalharam no Banco Icatu e na Mercatto.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Morgan para saber se eles tinham mais ações CCXC3 para vender, disse, exemplificando, que o Acusado poderia ter pensado da seguinte forma: “...*eu quero comprar, tem um vendedor, então eu já compro rápido o que eu preciso comprar, eu compro agora o que eu preciso comprar, eu não preciso ficar esperando o dia inteiro pra comprar, ainda mais um papel desse que mexia pouco durante o dia...*”, demonstrando a urgência de adquirir as ações, pois, inclusive, ele tinha poucos minutos para comprar o total desejado.

100. Além das ordens de compra feitas por Marco Virzi durante aquele dia, houve também a abertura de uma ordem de venda de 50.000 ações (lote aberto) a R\$ 2,03/ação às 17h04. Considerando que, até aquele instante, sua atuação com CCXC3 estava acumulada em 380.000 papéis comprados e nenhum vendido, a abertura dessa ordem de venda não se encontraria em linha com a estratégia empreendida até aquele momento.

101. No entanto, em depoimento, C.A.C.N., corretor experiente que atua no mercado há mais de dez anos, indicou o possível motivo de o investidor ter aberto esta ordem. Após fazer uma leitura do relatório de mensagens trocadas por ele e Marco Virzi, por ocasião das ordens do dia 17.01.2013, C.A.C.N. disse parecer que Marco Virzi estava utilizando-se de uma estratégia para estimular potenciais vendedores a venderem CCXC3 a preços menores que R\$ 2,03/ação<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Trecho do depoimento de C. A. C. N.:

INSPETOR: Qual o motivo que, no mesmo momento em que ele estava efetuando a compra e demonstrando interesse em adquirir mais ações, tinha uma venda de 50.000 ações de CCX a R\$ 2,03, conforme demonstrado nessas ordens? Se existia o interesse dele na compra, por qual motivo que ele tinha uma venda de 50.000 ações CCXC3 a R\$ 2,03, na sua opinião?

DEPOENTE: Eu vou dar minha opinião. Ele girava esses papéis, girava o tempo todo. Impossível de eu saber a posição dele, e, assim, muitas vezes ele comprava e zerava no final do dia tudo que ele comprou, ou ele vendia e zerava no final do dia. Eu não sei nunca, e eu não sabia nunca, se ele tava vendido ou se tava comprado. Tinha dia que ele só vendia, tinha dia que ele só comprava. Aqui, claramente, ele comprou 50.000 a R\$ 2,00 aparente de 1, ou seja, ele estava comprando 50.000 aparente de 1, porque a liquidez do papel de fato não era uma coisa que se ele botasse 50.000, é... não preciso nem ver o papel, tô falando agora aqui, pelo que eu faria, se seu tivesse isso, como é que eu entenderia. 50.000 a R\$ 2,00 aparente de 1, eu quero comprar 50.000. Porque que tá aparente de 1? Porque eu quero comprar devagar, se eu botar 50.000 aberto a R\$ 2,00, provavelmente vai entrar comprador acima e vão acabar comprando pra cima e eu não vou conseguir comprar pelo preço que eu quero. Aí, vende a R\$ 2,03, lote aberto, porque ele quer mostrar que tem um vendedor e fazer com que o mercado venda pra ele. Então assim, ele compra escondido, pra mostrar que não tem muito comprador, e abre um lote de 50.000 a R\$ 2,03. Isso é giro, total. Então assim, essa pressão de R\$ 2,03, que ele fez com lote aberto, fez, eu acho, que ele compra... ó, ‘zerei a compra’. Então, quando ele botou o 50.000 a R\$ 2,03, ele pressionou um pouco a venda e foram vendendo pra ele os 50.000 a R\$ 2,00, que ele comprou logo em seguida. Sim, giro, pra mim, total, e é mais do que fato assim isso, entendeu? Agora, se ele queria comprar mais rápido ou vender mais rápido, aqui eu não diria que foi mais rápido porque é aparente de 1. Então, se ele levasse 2.000 e o mercado andasse, ótimo.

INSPETOR: Então... vamos ver se eu entendi corretamente. Ele lançou essa ordem de venda pra poder estimular o mercado e poder comprar mais?

DEPOENTE: Isso. Não comprar mais, mas comprar o que ele queria. (...)



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

102. Tal estratégia se mostrou acertada no primeiro minuto após a ordem de venda ter sido registrada, pois Marco Virzi efetivou, em nome do FIM Extreme, uma compra de 50.000 ações a R\$ 2,00. E, de fato, a colocação da ordem de venda teria sido um estratagema, pois poucos minutos depois ele a cancelou.

103. Com essa estratégia, teria sido criada uma situação em que os demais investidores que estivessem acompanhando os negócios de CCXC3 veriam o melhor comprador e o melhor vendedor na tela de ofertas de, respectivamente, 1.000 e 50.000 ações, mostrando, aparentemente, muito mais vendedores do que compradores, pois o FIM Extreme abriu ordem de compra de 50.000 ações “aparente de 1” – ou seja, o lote que aparecia na tela de ofertas de compra era sempre de 1.000 ações, ao contrário da ordem de venda registrada, em que na tela de ofertas as 50.000 ações.

104. O comportamento de Marco Virzi, além de denotar um grande interesse e urgência na compra de grande volume do papel naquela última hora de pregão do dia 17.01.2013, demonstraria que a ação não estava com a liquidez que ele desejava, pois não conseguia comprar seu lote almejado. Tal constatação seria contrária ao que ele próprio disse em duas ocasiões, a primeira em e-mail ao operador da corretora BGC, quando falou em “volume bom”, e a segunda em depoimento, ao citar justamente a “liquidez” do papel naquele dia para justificar sua compra.

#### II.5.4 VÍNCULOS ENTRE COMITENTES

105. Marco Virzi declarou, em depoimento, conhecer outros quatro investidores acusados neste PAS que também compraram às vésperas da divulgação do FR, ocorrida em 21.01.2013: Renato Vodovoz<sup>18</sup>, Francisco Dantas, Francisco Eduardo e Leonardo Brunet<sup>19</sup>.

106. Leonardo Brunet seria seu amigo de clube (Gávea Golf Club), o que foi confirmado pelo primeiro à Comissão de Inquérito (fls. 1081), quando disse conhecer “socialmente” Marco Virzi, com o qual teria amizade superficial.

107. Marco Virzi declarou conhecer Francisco Dantas desde 2007, também do Gávea Golf Club, com o qual afirmou ter relação próxima, ser amigo pessoal e compartilhar desde investimentos até questões pessoais. Francisco Dantas, por sua vez, em seu depoimento à Comissão de Inquérito (fls. 824-826), confirmou conhecer Marco Virzi, do qual é amigo há mais de dez anos, tendo sido quem o fez conhecer e comprar MPX. Também afirmou que conversam bastante sobre o mercado de ações.

108. Quanto a Francisco Eduardo, Marco Virzi afirmou conhecê-lo por este ser filho de Francisco Dantas.

---

<sup>18</sup> Operou carteira própria por meio de sua empresa, GEB Participações e Administração S.A.

<sup>19</sup> Operou carteira própria por meio de sua esposa.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

109. A Acusação destacou que Marco Virzi também é amigo de Renato Vodovoz, desde 1994, quando ambos trabalharam no Banco Icatu, de onde saíram em 1998 para fundar a Mercatto Asset, onde ficaram até 2002. Voltaram a atuar juntos quando Renato Vodovoz foi trabalhar no FIM Extreme, onde este ficou até 2007. Para demonstrar a proximidade entre os dois, a Comissão de Inquérito ressaltou que Marco Virzi é padrinho de casamento de Renato Vodovoz.

110. Dessa forma, a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com CCXC3 realizadas em 17 e 18.01.2013 por FIM Extreme, tendo como um dos seus gestores Marco Virzi, também seu único cotista, que propiciaram ao fundo um lucro bruto de R\$1.165.411,00, teriam sido realizadas com uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Haveria o seguinte conjunto sério e convergente de indícios: (i) a abrupta e singular atipicidade nas operações realizadas em 17 e 18.01.2013; (ii) o excelente *timing* das negociações, que lhes proporcionaram um lucro próximo de 100%; (iii) os vínculos fortes com outros comitentes acusados neste IA, que também realizaram operações atípicas com o papel; e (iv) a apresentação de fundamentação para suas operações superficial e sem lastro na realidade dos fatos.

## II.6 GEB PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A E RENATO VODOVOZ

111. A empresa GEB Participações e Administração S.A. (“GEB”), sucedida por RAV 13, realizou negócios com CCXC3 entre os dias 18 e 22.01.2013, sendo parte deles compras efetuadas antes do FR e vendas posteriores, que lhes propiciaram um lucro bruto estimado pela Acusação em R\$ 86.726,00, conforme tabela abaixo, em que foram consideradas somente as primeiras 25.000 ações vendidas no dia 22.01, a fim de completar o total comprado nos dois pregões anteriores (18 e 21):

**Tabela 6:** Operações da GEB com CCXC3, entre 18 a 22.01.2013.

Data	COMPRA		VENDA		LUCRO
	Quantidade	Valor (R\$)	Quantidade*	Valor (R\$)	
18/01/2013	55.000	118.691,00	-	-	<b>86.726,00</b>
21/01/2013	51.600	136.586,00	81.600	243.253,00	
22/01/2013	-	-	25.000	98.750,00	
TOTAL	106.600	255.277,00	106.600	342.003,00	

\*Foram utilizadas somente as primeiras 25.000 ações vendidas no pregão do dia 22/01/2013.

112. A carteira própria da GEB, no período analisado pela Comissão de Inquérito, de janeiro de 2012 a junho de 2013, era operada por seu presidente, Renato Vodovoz, e as operações foram intermediadas pela corretora CGD Investimentos, onde ele trabalhava como agente autônomo de investimento desde 2012.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### II.6.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

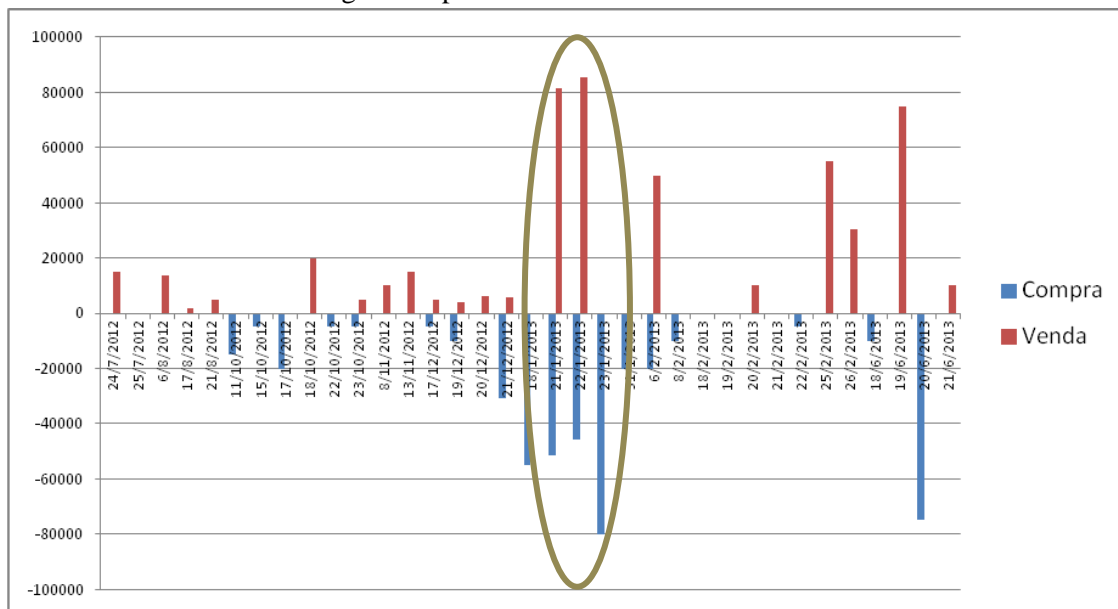
113. A Acusação apurou que, durante o período de análise, Renato Vodovoz, por meio da GEB, além de CCXC3, realizou operações com outros 51 papéis em 332 pregões, com média de 12 pregões por papel. Seu giro financeiro total no período foi de cerca de R\$ 71.254.000,00, com média de R\$ 106.349,90 por pregão, por ação.

114. Sobre suas operações com CCXC3, em termos de volume financeiro e periodicidade de operações com o papel, a Comissão de Inquérito considerou que seu *modus operandi* não destoou do perfil verificado para os demais ativos de sua carteira, mas apresentou uma alteração significativa no valor financeiro e no volume de papéis operados nos pregões próximos ao FR do dia 21.01.2013 em relação à sua média histórica verificada até então.

115. Até o dia 18.01.2013, ele teve 11.900 ações CCXC3 compradas e R\$ 35.900,00 de desembolsos por pregão, mas tais números saltaram para uma média de 53.300 ações compradas e R\$ 127.638,00, nos dias 18 e 21.01.2013, um aumento percentual de 348% e 256%, respectivamente.

116. Essa mudança no perfil de negociação pode ser visualizada no gráfico abaixo, relativo às suas operações no mercado à vista:

**Gráfico 2:** Volume CCXC3 negociado por Renato Vodovoz entre 24.07.2012 e 21.06.2013.



117. Para fins de análise da atipicidade dos volumes de ações e financeiros operados e da lucratividade e rentabilidade obtidas, as operações realizadas por Renato

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

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

Vodovoz com CCXC3 foram distribuídas em blocos pelo Relatório de Inquérito, na forma exibida na tabela a seguir<sup>20</sup>:

**Tabela 7: Operações da GEB com CCXC3, no período de 23.07.2012 a 21.06.2013**

Blocos de operações	Períodos	Mercado	Quant. de ações	C/V	Quant. de pregões	Valor (R\$)	Lucro/Prejuízo Bruto (R\$)
1	23/07 e 01/08/2012	A termo	35.000	C	2	(164.640,59)	(10.181,59)
	24/07 a 21/08/2012	À vista	35.400	V	4	156.247,00	
			400	C	1	(1.788,00)	
2	11/10 a 13/11/2012	À vista	50.000	C	5	(129.584,00)	(13.186,00)
			50.000	V	4	116.398,00	
3	17/12/2012	À vista	4.900	C	1	(12.152,00)	0,00
			4.900	V	1	12.152,00	
4	19/12 a 20/12/2012	À vista	10.000	C	1	(21.137,00)	823,00
			10.000	V	2	21.960,00	
5	21/12/12	À vista	<b>24.700*</b>	C	1	(52.945,98)	-
			5.900	C	1	12.647,02	(159,30)
			5.900	V	1	12.491,00	
6	18/01/13 a 22/01/13	À vista	142.400	C	3	(395.472,30)	107.626,00
			142.400	V	2	503.096,27	
			<b>24.700*</b>	V	1	73.631,73	20.687,00
			<b>10.000**</b>	C	1	(39.160,70)	-
7	23/01/13 a 26/02/13	À vista	135.400	C	8	502.439,00	12.227,00
			135.400	V	4	514.666,00	
			<b>10.000**</b>	V	1	34.850,00	(4.310,70)
8	18/06 a 21/06/2013	À vista	85.000	C	2	(71.550,00)	39.236,00
			85.000	V	2	110.786,00	
<b>TOTAL</b>							<b>152.761,41</b>

118. De acordo com o Relatório de Inquérito, seria notável a melhora de seu desempenho no bloco de operações de nº 6, que abrange a data de divulgação do FR do dia 21.01.2013, em relação aos blocos anteriores, visto ter alcançado o lucro bruto de R\$ 107.626,00, com uma ação na qual acumulava até então um prejuízo aproximado de R\$ 22.000,00. Este lucro, obtido em somente três pregões, foi tão significativo que superou seu resultado em CCXC3 no período compreendido entre 23.07.2012 a 26.02.2013, que fora de R\$ 105.609,11.

<sup>20</sup> O principal critério para a divisão em blocos foi que cada um tivesse volumes comprados e vendidos iguais, pois isso possibilitou o cálculo dos parâmetros – volumes financeiros de compra/venda, lucro e rentabilidade – para cada bloco individualmente, o que também permitiu uma comparação quantitativa e qualitativa desses dados ao longo do tempo. A Acusação ressaltou que quando houve saldo comprado/vendido – como nos blocos nº 5, 6, e 7, a operação só era fechada posteriormente e seu lucro/prejuízo calculado.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

119. A rentabilidade alcançada nas 142.400 ações compradas e vendidas entre os dias 18 e 22.01.2013 também foi igualmente expressiva, chegando a 27,2%, com cotações médias de compra e venda em 2,78 e 3,53/ação<sup>21</sup>.

120. Em depoimento à Comissão de Inquérito, Renato Vodovoz teria tentado diminuir a importância de suas operações com CCXC3 em relação à sua carteira ao relativizar os resultados positivos e negativos. Segundo ele, a operação realizada com CCX, assim como todas as demais que não fossem operações com opções, não representaria mais que 5% do portfólio individualmente.

121. Entretanto, considerando todas as operações realizadas pela GEB no período de 01.01.2012 a 30.06.2013, no mercado à vista e a termo, e com as ações em que terminou o período “zerado”<sup>22</sup>, o que ocorreu em 43 das 52 ações de sua carteira (excluindo CCXC3), a Comissão de Inquérito observou que o lucro máximo alcançado foi de R\$ 57.497,00 com o papel BBDC4. E mais, o resultado bruto total obtido por este comitente nestas 43 ações foi um prejuízo de R\$ 165.503,85, bem diferente do lucro em CCXC3, no valor de R\$ 152.761,41.

122. Além disso, a rentabilidade obtida com CCXC3, de 10,88%, calculada considerando-se todo o período de análise, fora a segunda maior dentro do mesmo grupo de 44 ações analisadas, ficando atrás somente da alcançada com a ação LLXL3, mas ainda bem superior à obtida com o grupo das demais 43 ações, que fora negativa em 0,71%.

123. Portanto, o seu resultado com CCXC3, ao contrário do declarado na oitiva, teria sido sim bastante significativo para o cômputo de sua performance geral.

124. Por fim, a Comissão de Inquérito apontou que o capital investido em CCXC3, no valor de R\$ 1.403.516,59, colocou tal ação entre as oito do grupo de 44 relacionadas em que o acusado mais investiu ao longo do período de janeiro de 2012 a junho de 2013.

125. Tais fatos evidenciariam que o volume financeiro operado com CCXC3 poderia até não ter sido relevante, frente ao valor total de sua carteira de ações, entretanto, comparado ao volume que operou com as demais ações, o volume financeiro operado com ações da Companhia estaria entre os mais elevados do período. Do mesmo modo, para a Acusação, embora Renato Vodovoz negociasse constantemente com o papel, somente teve resultados positivos significativos com o papel nos períodos suspeitos investigados no IA.

---

<sup>21</sup> Para efeito de cálculo do lucro irregular obtido pelo investidor, no período correspondente ao mesmo bloco de nº 6, a SPS ressaltou que deveriam ser excluídos os ganhos obtidos em posições abertas após a divulgação do F.R. Assim, foram excluídas as operações de compra efetuadas no dia 22.01.2013, ou seja, após a divulgação do F.R. Além disso, foram consideradas somente as primeiras 25.000 ações vendidas no dia 22.01, a fim de completar o total comprado nos dois pregões anteriores (18 e 21). O resultado dessa análise foi um lucro bruto de R\$ 86.726,00.

<sup>22</sup> Ações em que tenha comprado e vendido um mesmo quantitativo de ações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

### II.6.2 TIMING DAS OPERAÇÕES

126. Em relação ao momento das operações do GEB, ainda que elas tenham sido realizadas de maneira diluída nos dias próximos à 21.01.2013, alguns detalhes demonstrariam, para a Acusação, um *timing* bastante vantajoso e conveniente.

127. O início de sua atuação mais forte no papel se deu em 18.01.2013, quando realizou somente operações de compra, de 55.000 ações, e prosseguiu em igual ritmo no dia 21, quando realizou diversas operações de compra logo no início do pregão (51.600 ações), aproveitando-se da cotação ainda baixa em relação ao fechamento daquele dia<sup>23</sup>.

128. Essas compras dos dias 18 e 21.01.2013 fizeram grande diferença para o ganho final de R\$ 152.761,41, com CCXC3, no período de 01.01.2012 a 30.06.2013, pois somente com a posição aberta nos dias imediatamente anteriores ao FR (18 e 21.01.2013) o comitente auferiu lucro de R\$ 86.726,00, o equivalente a 57% do seu lucro total com o papel.

129. Na sequência, as operações de compra e venda verificadas após o dia 22.01.2013 e encerradas em 26.02.2013 representaram muito pouco no seu resultado financeiro com CCXC3 – mais precisamente R\$ 7.916,30, ou cerca de 5% do lucro total. Isto se explicaria pelo fato de a ação ter apresentado volatilidade baixa a partir de 22.01.2013, tendo em vista a divulgação do preço alvo da OPA, de R\$ 4,31/ação após o encerramento do pregão do dia anterior, fazendo com que o mercado se orientasse por esse valor para precificar o papel, situação que perdurou até meados de junho de 2013, quando novos fatos voltaram a provocar movimentação atípica.

130. A Acusação ressaltou que tal informação era de conhecimento de todos, inclusive de Renato Vodovoz, e que o comportamento como o verificado já seria o esperado em um caso como este, desde que não surgisse outra informação relevante (o que de fato ocorreu em junho daquele ano, próximo a divulgação do FR de 19.06.2013).

### II.6.3 FATO RELEVANTE DE 19.06.2013

131. O Relatório de Inquérito destacou outra atuação de Renato Vodovoz com CCXC3, também ocorrida em dias próximos à data de divulgação de outro fato relevante da Companhia, em 19.06.2013, que informou que o acionista controlador desistira da OPA divulgada pelo FR do dia 21.01.2013<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Seus negócios de compra foram executados a uma cotação média de R\$ 2,64/ação, enquanto a cotação de fechamento fora de R\$ 3,13/ação.

<sup>24</sup> Tal fato relevante foi objeto do Termo de Acusação contra o Banco BTG Pactual, PAS RJ2013/11654, julgado em 23.09.2014, em que o Colegiado, acompanhando o voto da Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, absolveu o acusado.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

132. Após ficar quase quatro meses sem negociar o papel<sup>25</sup>, a GEB comprou 10.000 ações CCXC3 em 18.06.2013 e, no dia seguinte, mas antes da divulgação do fato relevante, ele inverteu a posição de forma significativa, vendendo 75.000 ações ao preço médio de R\$ 1,36, e terminando o pregão vendido a descoberto em 65.000 papéis, situação em que nunca havia se colocado antes com esta ação, em um período de quase um ano, desde que começou a operar com ela.

133. Esse posicionamento se mostrou perfeito, haja vista a cotação de CCXC3 em 20.06.2013, após a divulgação do cancelamento da OPA, ter fechado no menor nível desde seu lançamento na Bolsa, a R\$ 0,80/ação, com desvalorização de 38% em relação ao pregão anterior. Com este cenário à disposição, Renato Vodovoz entrou, no pregão seguinte, comprando idêntico quantitativo de ações do dia anterior, 75.000, proporcionando-lhe um resultado positivo bruto de R\$ 43.836,00.

134. A Comissão de Inquérito concluiu, dessa forma, que, por duas ocasiões seguidas, Renato Vodovoz operou atipicamente com CCXC3, na primeira aumentando significativamente o volume histórico operado, e na segunda se colocando em posição vendida e em grande volume, o que, aliado a um ótimo *timing* e ao fato de ter se posicionado no sentido correto, de maneira a se beneficiar do impacto provocado pelos fatos relevantes na cotação do papel, trouxe-lhe lucros robustos, tomando-se como referência tanto o histórico que tinha com CCXC3 quanto com a sua carteira de ações.

#### II.6.4 FUNDAMENTO DAS OPERAÇÕES

135. Em depoimento, Renato Vodovoz tentou justificar as operações realizadas e sua estratégia de investimentos com ações à época, inicialmente, dizendo basear-se em análise técnica, tanto para ações como para derivativos e que sua estratégia, de forma geral seria de curto prazo.

136. Sobre as operações com CCXC3 realizadas nos dois pregões anteriores à divulgação do FR do dia 21.01.2013, alegou que acompanhava os papéis do Grupo EBX e que, no dia 21.01, teria se aproveitado, novamente, da tendência de alta do papel com aumento expressivo do volume, para realizar os lucros e comprar novamente, pagando mais caro, pois o papel continuava subindo.

137. Ao ser questionado sobre a atipicidade do volume de papéis operado nos dias 18 e 21.01.2013 em relação ao seu histórico, disse que seguiria o princípio do mercado de que a tendência é sua amiga, ou seja, de que quando o mercado sobe, continua comprando e que, quando cai, continua vendendo.

138. Com relação à operação feita no dia 19.06.2013, em que vendeu volume alto de ações CCXC3, para depois recomprá-lo no dia seguinte, perguntado sobre a razão de

---

<sup>25</sup> Sua última operação havia sido em 26.02.2013.



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

ter invertido a forma de operar com o papel, já que, até então, sempre entrava na ponta de compra para depois “zerar” posição na ponta de venda, alegou que não teria havido inversão, mas sim utilização das mesmas análises anteriores para executar a operação, e que a mudança de comportamento teria acontecido se tivesse aberto *short* a R\$ 4,00. Como vendeu em torno de R\$ 1,30, o ‘*modus operandi*’ teria continuado o mesmo, de seguir a tendência que, no caso, era de baixa.

139. Ainda em relação à venda do dia 19.06.2013, ao ser questionado se alugou ou se tinha as 75.000 ações CCXC3 em custódia, respondeu que, provavelmente, como recomprou o mesmo volume no dia seguinte, não deve ter alugado.

140. Apesar de ter justificado as operações do dia 18.01.2013 afirmando que era o segundo dia consecutivo de crescimento do volume operado com CCXC3, a Comissão de Inquérito considerou que ele não poderia ter chegado a tal conclusão no horário em que iniciou suas operações de compra naquele dia, às 10h18, ou seja, bem no início do pregão. Àquele instante, o volume negociado pelo mercado era de 160.500 ações ou apenas 14% da quantidade total movimentado no dia 17, e o número de negócios executados era de 81, ou 9% do dia anterior, tornando, portanto, incipiente qualquer análise comparativa de volume total negociado em relação ao pregão antecedente. A Acusação lembrou que o acusado adquiriu, nos 28 minutos seguintes, 44.000 papéis, dos 55.000 que compraria naquele dia.

141. Ao ser confrontado com tal incongruência, o acusado admitiu que, àquele momento, às 10h18, o volume operado com o papel no mercado talvez não tivesse tido o incremento que graficamente lhe chamasse a atenção, embora tenha ressaltado que o papel abriu com *gap* de alta.

142. A Acusação destacou, no entanto, que a alta de volume e o *gap* por ele alegado não teriam sido suficientes para que ele se interessasse em operar com o papel no dia 15.01.2013, por exemplo. Isso porque, neste dia o papel já acumulava baixa de 10% desde a abertura do dia 07.01.2013, e seu volume vinha apresentando incrementos sucessivos desde o próprio dia 07, chegando no dia 14.01.2013 com volume negociado mais que duplicado.

143. Em relação ainda à importância atribuída às tendências do papel em suas decisões de investimento, inclusive aquelas tomadas no próprio dia 18.01.2013, a Comissão de Inquérito trouxe alguns exemplos de operações feitas pelo próprio Acusado, por meio da carteira da GEB, e com papéis CCXC3, nas quais ele fez exatamente o oposto:

- a) no dia 15.10.2012, por meio da carteira da GEB, optou por realizar a compra de 5.000 ações CCXC3 apesar da tendência de baixa para o papel;
- b) no dia 21.12.2012, optou por realizar a compra de 30.600 ações CCXC3 – que com o volume de 5.900 vendido no mesmo dia o fez terminar com



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

saldo de 24.700 comprado – apesar da nova tendência de baixa para o papel;

- c) nos dias 25 e 26.02.2013, operou na ponta de venda, 55.000 e 30.400 papéis respectivamente, apesar da forte tendência de alta para a ação; e
- d) no dia 18.06.2013, entrou comprando 10.000 ações CCXC3, apesar da cotação ter apresentado outra forte tendência, agora de baixa.

144. Desse modo, a Acusação concluiu que não mereceria prosperar sua principal argumentação para as decisões de investimento relacionadas às suas operações com CCXC3, visto que, como se verificou, atuou de maneira inversa em várias oportunidades.

145. A Comissão de Inquérito destacou também a expectativa elevada que o acusado tinha em reverter a operação de venda de 75.000 ações CCXC3, executada no dia 19.06, logo no pregão seguinte (20.06), a ponto de o próprio investidor ter admitido como provável o fato de não ter alugado aqueles papéis.

#### II.6.5 VÍNCULOS ENTRE COMITENTES

146. O Relatório de Inquérito destacou o vínculo de Renato Vodovoz com Marco Virzi. Em depoimento, afirmou conhecê-lo desde 1994 e que este teria sido seu chefe no Banco Icatu, sócio na Mercatto e cliente, além de padrinho de casamento. Ademais, disse que trabalhou para o próprio fundo FIM Extreme, de 2005 a 2007. Marco Virzi confirmou tal relacionamento e que Renato Vodovoz trabalhou com ele no Banco Icatu, na Mercatto Gestão e seria seu amigo pessoal.

147. Em relação à execução das operações em nome desses investidores, mais um fato chamou atenção da Acusação. Ainda que Marco Virzi tenha começado a operar com ações CCXC3 de forma significativa na ponta de compra ao final do pregão de 17.01.2013, verificou-se que suas operações do dia seguinte, 18.01.2013, em cujo pregão seu fundo deu continuidade às vultosas compras com o papel feitas no pregão anterior, foram realizadas de forma quase simultânea com as executadas por Renato.

148. Renato Vodovoz, por exemplo, iniciou sua sequência de negócios de compra naquele dia às 10:18:47, enquanto Marco Virzi, operando em nome do fundo FIM Extreme, iniciou às 10:19:37, ou seja, menos de um minuto após. Ademais, se Marco Virzi, naquele dia, concentrou 89% de seus negócios de compra de CCXC3 na meia hora seguinte, Renato Vodovoz também o fez, ao comprar 40.000 ações, ou 73% de todo o volume operado naquele dia.

149. Em resumo, a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com ações de emissão de CCX realizadas pela GEB, nos dias 18, 21 e 22.01.2013 e nos dias 19 e 20.06.2013, foram realizadas com uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em virtude do seguinte conjunto de indícios: (i) a atipicidade em termos 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](http://www.cvm.gov.br)

volume operado nos dias 18 e 21.01.2013, bem como na posição vendida a descoberto a que se colocou no dia 19.06.2013; (ii) o excelente *timing* com que operou, que contribuiu fortemente para seus vultosos lucros de R\$ 86.726,00 e R\$ 43.836,00; (iii) a fundamentação desarrazoada e descabida em relação às suas operações com CCXC3; e (iv) o forte vínculo com Marco Virzi.

### II.7 FRANCISCO DANTAS

150. Francisco Dantas, entre 01.01.2012 e 30.06.2013, somente realizou as operações com CCXC3 aqui investigadas, comprando 107.800 ações em 21.01.2013 por R\$ 300.040,00 e vendendo o lote no dia seguinte por R\$ 425.810,00, com um lucro de R\$ 125.770,00.

#### II.7.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES E *TIMING*

151. Francisco Dantas não operava há mais de um ano e meio quando realizou as operações investigadas – suas últimas operações no mercado de ações foram no dia 13.05.2011 (fls. 262), e também não voltou a operar com CCXC3, nem com qualquer outra ação, ao longo do período de análise, que se encerrou em 30.06.2013. Dessa forma, seus únicos negócios no mercado foram os dos pregões dos dias 21 e 22.01.2013, fato que, para a Acusação, por si só caracterizaria a atipicidade da operação.

152. Francisco Dantas declarou em depoimento à Comissão de Inquérito que não exercia qualquer atividade em 2012/2013, estando inclusive com dificuldades para se manter e, por este motivo, não atuaria no mercado desde 13.05.2011 (fls. 824 a 826). Em dezembro de 2012, desfez-se de um imóvel que possuía em comunhão com sua ex-mulher, pelo qual teria recebido um milhão de reais, saldou suas dívidas e, do valor restante (único patrimônio que ainda possuía), separou trezentos mil reais (44% do total disponível) para aplicar em CCXC3 no dia 21.01.2013.

153. A Acusação apontou que essa decisão além de lhe ter garantido um *timing* perfeito, já que o FR seria divulgado naquele mesmo dia, após o encerramento do pregão, também lhe propiciou um lucro de R\$ 125.770,00, após vender os papéis no dia seguinte a uma cotação média 42% superior a de compra – R\$ 3,95 contra R\$ 2,78/ação.

154. A Comissão de Inquérito acrescentou que suas últimas operações, executadas quase dois anos antes, envolveram valores bem menores<sup>26</sup>, quando, pelo que se pode depreender das declarações apresentadas, estaria em situação mais confortável do que em janeiro de 2013.

---

<sup>26</sup> O volume financeiro médio movimentado por Francisco Dantas de 01.01 a 13.05.2011 no mercado de ações foi de R\$ 70.000,00/pregão – sendo que suas atuações se restringiram a quatro pregões (fls. 262).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

## II.7.2 CARACTERÍSTICAS DAS ORDENS

155. De acordo com o áudio gravado de sua ordem, passada naquele dia para a corretora Geração Futura (fls. 251-260), seria possível perceber que esse investidor tinha muita urgência em comprar CCXC3, pois não teve sequer a necessidade de questionar o seu preço. O diálogo<sup>27</sup> entre o acusado e R.P. demonstraria o total desconhecimento do acusado acerca das médias diárias de volume financeiro e de quantidade de ações negociadas por CCXC3 e, inclusive, se naquele dia específico, 21.01.2013, o mercado suportaria que sua ordem fosse executada imediatamente ou se teria que ser trabalhada.

156. Esse desconhecimento contrastaria com a dúvida suscitada pelo operador – que acompanha o mercado diariamente – quando, num primeiro momento, antes de perceber que naquela data CCXC3 estava com uma negociação atípica, questionou se poderia trabalhar a ordem, pois a ação não tinha volume suficiente para se executar uma ordem de tal monta.

157. Após essa primeira conversa, e antes que a ordem fosse executada, o operador, em outra ligação telefônica para o acusado, comunicou-lhe que não poderia efetuar a operação até que seu cadastro na corretora fosse atualizado. A sequência de frases ditas pelo investidor após esse comunicado reforçaria sua extrema necessidade para que a ordem fosse executada o mais rápido possível:

Operador: “porque o teu cadastro tá desatualizado, há muito tempo que não opera...”

Francisco Dantas: “E aí, o que é que a gente faz? Peraí rapaz eu precisava...”

Operador: “Eu tenho que atualizar isso tudo rapaz.”

Francisco Dantas: “Pois é, mas eu tinha que comprar isso hoje. É possível ou não? Você acha que é possível?”

Operador: “É... a não ser que eu tente, tente botar aí é... alguma coisa... Ô Marcelo como é que a gente faz esse... Dá pra vc no no site você atualizar o teu cadastro, não?”

Francisco Dantas: “Dá dá dá”

Operador: “Eu vô ter que...”

Francisco Dantas: “Dá pra você ir comprando já...pode comprar que eu atualizo.”

---

<sup>27</sup> Transcrição:

Operador: “Pode ir trabalhando isso, ô Francisco?”

Francisco Dantas: “Não, é melhor comprar logo, entendeu?”

Operador: “É, mas... É, esse papel tem volume assim pra gente comprar direto?”

Francisco Dantas: “Não, não sei, isso eu não sei...”



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

158. O acusado acabou executando sua ordem, a partir de 11h30, pelo preço médio unitário a R\$ 2,79, valor 20% superior àquele praticado na ocasião de sua primeira ligação para a corretora, quando o mercado ainda vendia o papel a R\$ 2,25.

159. A Comissão de Inquérito destacou que, em sua ficha cadastral na Geração Futuro (fls. 226 a 228), preenchida às pressas em 21.01.2013, data do FR, de modo a poder realizar suas operações, Francisco Dantas declarou patrimônio de R\$ 2.056.480,00 e rendimentos mensais de R\$ 30.000,00, em desacordo com as informações prestadas em seu depoimento, o que denotaria urgência em realizar as operações de compra de CCXC3, ainda no dia 21.01.2013.

#### II.7.3 FUNDAMENTO DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES

160. Quando questionado se houve algum motivo especial para ter escolhido CCXC3 para operar em 21.01.2013, Francisco Dantas argumentou que a MPX teria sido seu último investimento em qualquer ativo, tendo se desfeito dele em 2011. Posteriormente, teria passado a acompanhar rotineiramente a cotação de MPX e CCX.

161. Alegou também que investiu após perceber um incremento de volume e preço na negociação deste papel na Bovespa. Declarou também que, domingo à noite ou segunda pela manhã (20 ou 21.01.2013), leu na imprensa, mais especificamente no site do UOL, notícia dando conta de que E.B. estaria vendendo parte da empresa para novos acionistas e que, em função dessa informação teria resolvido investir trezentos mil reais em CCX.

162. A primeira contradição apontada pela Comissão de Inquérito foi a alegação de que acompanhava o movimento da ação, tendo percebido incremento de volume e preço, pois, durante as conversas com o operador, Francisco Dantas demonstrou que não sabia se o mercado tinha volume para executar sua ordem de uma vez só ou se teria que ser trabalhada durante o dia.

163. Além disso, embora tenha citado o preço como parâmetro de sua decisão, tal parâmetro não foi mencionado por ele no contato com a corretora em que solicitou a realização de sua operação, de modo que, para a Comissão de Inquérito, o preço não poderia ser considerado como uma referência para sua compra ou parâmetro para sua decisão.

164. Segundo a Comissão de Inquérito, outra contradição se revelaria quando afirmou que leu “uma notícia grande” no domingo anterior ao FR, ou no próprio dia



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

21.01.2013, no site do UOL, tendo em vista que, após pesquisa pela ASC<sup>28</sup>, constatou-se que, nas datas mencionadas no site citado, não houve quaisquer notícias a esse respeito.

165. Ainda que houvesse tido acesso a alguma notícia com o teor alegado, a Comissão de Inquérito chamou atenção para o fato de Francisco Dantas ter investido 44% de todo o seu patrimônio disponível em uma ação com a qual não teria familiaridade, baseando-se simplesmente em uma suposta notícia veiculada na internet.

166. A Comissão de Inquérito ressaltou que estaria se tratando de um investidor experiente e partícipe atuante no mercado, já tendo exercido, inclusive, o cargo de presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro há alguns anos, e que, portanto, tinha plena consciência de que ele estava atuando em um mercado em que, em condições normais, os riscos eram significativos e sempre presentes.

#### II.7.4 VÍNCULOS ENTRE COMITENTES

167. Além do forte vínculo com Marco Virzi, Francisco Dantas fazia parte do CA da OSX Brasil S.A. desde dezembro de 2013, indicado por “D.C.”, advogado de E.B. e sócio, assim como o próprio Francisco Dantas<sup>29</sup>, do Gávea Golf Club.

168. Dessa forma, a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com CCXC3 realizadas por Francisco Dantas em 21 e 22.01.2013, que lhe propiciaram um lucro bruto de R\$ 125.770,00, teriam sido realizadas com uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em virtude do seguinte conjunto de indícios: (i) a extrema atipicidade das operações, haja vista terem sido as únicas que realizou após quase dois anos afastado do mercado; (ii) seu *timing* perfeito, ao comprar o papel há poucas horas da divulgação do FR; (iii) a frágil e contraditória fundamentação para a realização dos negócios; (iv) o fato de ter atualizado sua ficha cadastral na corretora no próprio dia da operação com CCXC3, com informações de renda e patrimônio divergentes daquelas prestadas em seu depoimento na CVM, com o único intuito de operar com o papel; (v) e os robustos vínculos com outros investidores suspeitos.

#### II.8 FRANCISCO EDUARDO

169. Francisco Eduardo afirmou em depoimento trabalhar e operar no mercado de valores mobiliários há mais de dez anos, tendo se definido como de perfil agressivo (fls. 908-911). Operando pela Ágora CTVM S.A (“Ágora”), em 21.01.2013, comprou 43.000 ações CCXC3 no mercado a vista, por R\$ 111.211,00, e outras 38.000 CCXC3T no

---

<sup>28</sup> De acordo com a Pesquisa da Assessoria de Comunicação da CVM (ASC), as notícias veiculadas pelo site do UOL, sobre este assunto, foram lançadas no próprio dia 21, após o fechamento do pregão, e no dia 22, após sua abertura (fls. 1077-1080).

<sup>29</sup> E outros investidores acusados, como Marco Virzi, e Leonardo Brunet.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

mercado a termo por R\$ 107.447,35, alienando os papéis nos dois meses seguintes, com um lucro de R\$ 81.201,65.

### II.8.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

170. No período analisado, entre 01.01.2012 e 30.06.2013, Francisco Eduardo operou com oito ações diferentes, incluindo CCXC3. Para esta ação, a Comissão de Inquérito concluiu, porém, que seu *modus operandi* teria sido diferenciado em relação àqueles adotados para as demais ações.

171. Excluindo-se CCXC3, das outras sete ações operadas no período, duas foram compradas em Oferta Pública Inicial, tendo sido vendidas no pregão seguinte à aquisição. Das outras cinco, três foram operadas somente na venda, utilizando-se de posição formada antes do período analisado. E, das duas restantes, a BEEF3 foi adquirida em 04.01.2013 e a TRIS3 em 15.05.2013.

172. A Acusação verificou que o volume financeiro aplicado pelo investidor em ações CCXC3 apenas no dia 21.01.2013 fora equivalente a 4 vezes às aplicações nas demais ações no período (R\$ 218.658,35 contra R\$ 53.757,00)<sup>30</sup>.

173. Além disso, contrariamente ao que realizou com as outras ações, Francisco Eduardo se utilizou do mercado a termo para operar com CCXC3, único papel no período em que operou alavancado. No dia 21.01.2013, além de comprar 43.000 ações no mercado à vista, também adquiriu outras 38.000 no mercado a termo, ou seja, quase metade das ações adquiridas naquele pregão.

### II.8.2 TIMING DAS OPERAÇÕES

174. A Acusação também destacou o ótimo *timing* do acusado, visto que, assim como seu pai, Francisco Dantas, operou no início do dia 21.01.2013, o que lhe garantiu um preço médio bastante favorável de R\$ 2,59/ação.

175. Ademais, a despeito de nunca ter operado com o papel até então, o montante aplicado naquele dia, ao longo de menos de uma hora de pregão (de 11h10 às 12h06), e somente em CCXC3, foi bem relevante, no valor de cerca de R\$ 219 mil, ou quatro vezes o valor aplicado nas demais ações no período de análise.

---

<sup>30</sup> A SPS achou necessário fazer o seguinte esclarecimento. Pelo fato de as operações realizadas em IPOs terem sido formatadas com objetivo específico, qual seja, o de tentar se aproveitar do preço da oferta inicial do papel, obtendo ganhos rápidos, e, por conta disso, inclusive, tendo sido encerradas no primeiro dia de negociação em bolsa, dia seguinte à compra inicial – equiparando-se a operações do tipo *day-trade*, como o próprio Francisco Eduardo fez e admitiu (fls. 908-911), os volumes financeiros envolvidos nestas, que são propositalmente bem mais elevados que aqueles que o investidor aplicaria em condições normais, foram isolados da análise de atipicidade, a fim de não contaminar o restante dos dados, que se referem a operações mais corriqueiras de mercado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

176. A venda das 81.000 ações adquiridas no dia de divulgação do FR, em três ocasiões distribuídas nos cerca de dois meses seguintes proporcionou ao investidor um lucro bruto de R\$ 81.201,65. Tal resultado, conforme já visto, deveu-se principalmente à conjunção de dois fatores: o robusto investimento feito em CCXC3 naquele dia, bem como o momento extremamente favorável em que entrou no papel.

### II.8.3 FUNDAMENTO DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES

177. Perguntado do porquê de ter investido em ações CCXC3 no dia 21.01.2013, Francisco Eduardo fez uma breve explanação sobre o histórico da Companhia, desde a época em que seus ativos ainda pertenciam à sua antecessora, a MPX, até o dia mencionado, citando supostas notícias que teriam sido ventiladas na mídia dando conta de uma possível venda da companhia, visando à capitalização do grupo EBX.

178. Aliado a isso, deixou claro que não usaria “análise gráfica” nas suas decisões de investimento, e que seria adepto da análise fundamentalista, sendo, inclusive, um profissional nessa área. Ao fazer uma avaliação da CCX, chegou a lhe atribuir um valor patrimonial perto de R\$ 8,00/ação, argumentando que a Companhia havia ficado com um dos ativos de que mais gostava na MPX – as minas de carvão da Colômbia, tendo sido este, aliás, o motivo que o levou a se desfazer dos papéis de MPX que possuía à época.

179. Complementou dizendo que, em aproximadamente quatro pregões antes do dia 21, a ação começou a ter um crescimento de volume relevante e o preço também começou a subir fortemente, “*saindo de R\$ 1,85 para fechar no dia 18 a 2,20; que então no dia 21 saiu de 2,20 indo a 3,20*”, movimento atípico que indicaria que poderia haver algum movimento no sentido de venda do ativo. Nessa linha, e pelo fato de acreditar que o valor dessa suposta venda seria no patamar de R\$ 8,00/ação, decidiu, então, comprar o papel.

180. Das declarações apresentadas, a Comissão de Inquérito destacou algumas contradições: (i) o fato de ter tido uma boa perspectiva da Companhia, desde o início de suas atividades, mas não ter aplicado em suas ações até o dia de divulgação do FR, em 21.01.2013; e (ii) o fato de ao mesmo tempo em que diz se utilizar somente de análise fundamentalista em seus investimentos, ter aplicado parâmetros típicos de análise gráfica, como incremento de volume e aumento de preços, nas operações que realizou com CCXC3.

181. Questionado sobre qual motivo o levou a comprar, além das 43.000 ações à vista – mais 38.000 a termo, respondeu que teria definido um limite de risco de investimento neste papel e que estas 38.000 ações completariam a quantidade que havia definido. Acrescentou que teria posição de ativos na corretora que lhe davam margem para uma compra maior a termo, mas que não quis fazê-lo e que teria comprado a termo



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

por não querer se desfazer dos papéis que tinha em custódia, utilizando-os para margem de garantia dessa operação.

182. Francisco Eduardo atribuiu suas escassas operações no mercado de ações no período de análise ao fato de a política de negociação na empresa onde então trabalhava, diferentemente da empresa anterior, restringir suas operações.

183. Entretanto, a Comissão de Inquérito apontou que essa política não o teria intimidado a ponto de evitar que ele comprasse e vendesse, inclusive alavancado, uma ação com a qual não tinha tido qualquer experiência anterior. A CCXC3 foi, claramente, seu maior investimento, correspondendo a mais de 80% do volume financeiro comprado no período. Além disso, a sua posição em custódia em 15.01.2013 era de 11 ações ALSC3, 1.000 ações BEEF3 e apenas 463 ações CCXC3<sup>31</sup> (fls. 927 a 929). Não houve alteração nesta posição até a data da aquisição das 38.000 ações a termo, seis dias após, em 21.01.2013. Logo, financeiramente, naquela data, sua posição em custódia valia R\$ 12.706,03, ou seja, 11% da posição aberta a termo em CCXC3.

184. Desta forma, a Comissão de Inquérito concluiu que a afirmação de Francisco Eduardo de que poderia ter se desfeito dos papéis que tinha em custódia e comprado CCXC3 é inverídica, pois, como visto, sua posição montava a somente, e no máximo, a 11% da quantidade comprada a termo de CCXC3, deixando evidente o propósito de alavancar o seu investimento na ação.

185. Outra afirmação que não corresponderia à realidade seria a de que as ações em carteira lhe davam margem para uma compra maior a termo, mas que não quis fazê-lo. Novamente, como demonstrado anteriormente, sua carteira representava, à época, somente 11% do que investiu a termo em CCXC3, não sendo garantia nem para o que comprou, quanto mais para uma quantidade maior, conforme afirmado.

186. Não foi por outro motivo que, para realizar a citada operação a termo de 38.000 ações CCXC3, Francisco Eduardo teve que depositar cerca de 47% do valor financeiro equivalente a este volume de ações, ou cinquenta mil reais, em sua conta corrente junto à corretora para a margem de garantia da operação (fls. 128).

187. Portanto, ao contrário do que quis demonstrar em depoimento, ele teria alavancado sua posição com depósito de garantia em dinheiro, pois não tinha, junto à corretora, condições financeiras de comprar tal quantidade no mercado à vista, tampouco sua posição acionária lhe possibilitava usá-la como garantia da operação a termo.

188. Com este artifício, dobrou seu potencial de ganho com CCXC3, sem ter que desembolsar sequer um real a mais, além daqueles pagos pela compra de 43.000 ações no

---

<sup>31</sup> Estas ações foram lhe creditadas em 29.05.2012, por ocasião da conversão de debêntures conversíveis de MPX que detinha até a data de lançamento de CCXC3 em bolsa, em 25.05.2012.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

mercado à vista, demonstrando, deste modo, o alto grau de segurança que tinha no retorno da ação.

189. Além disso, Francisco Eduardo teria procurado, tanto em seu depoimento (fls. 908-911) como na resposta à GMA-1 (fls. 134 e 135), demonstrar que já acompanhava CCXC3 há algum tempo e que mantinha posição na ação.

190. Embora tenha realmente se tornado acionista de CCX, este fato se deu com somente 463 ações, o que ocorreu devido à oportunidade casual que lhe foi proporcionada pela titularidade de suas debêntures e, não, por uma decisão de compra das ações propriamente ditas. Essas 463 ações, volume que ele manteve até pelo menos o dia 21.01.2013, tiveram seu maior valor histórico na data de lançamento do papel na Bolsa, quando atingiu algo em torno de oito reais, fazendo com que o máximo que o acusado tenha tido até então, financeiramente, em CCXC3 fosse a quantia de R\$ 3.704,00.

191. Para se ter uma ideia da irrelevância do volume de ações, na data de compra das 81.000 ações CCXC3, em 21.01.2013, o financeiro que ele tinha nesse papel em custódia era algo em torno de R\$ 1.018,60 (463 x R\$ 2,20). Dito de outra forma, ele investiu, de uma só vez, próximo de 218 vezes o valor que possuía de ações CCXC3 em carteira.

192. Francisco Eduardo, além de ter adquirido, no dia 21.01.2013, uma quantidade muito maior em ações da CCX do que jamais possuía (aproximadamente 174 vezes), também teve financeiramente um aumento substancial na posição acionária no papel, saindo de R\$ 1.018,60 para R\$ 218.658,35. A Comissão de Inquérito ressaltou que isto ocorreu na data exata em que a ação colocaria aquele que a tivesse adquirido abaixo de R\$ 4,00 em posição de grande vantagem.

#### II.8.4 VÍNCULOS ENTRE COMITENTES

193. Além do vínculo familiar com Francisco Dantas, Francisco Eduardo admitiu que ambos trocaram informações sobre a Companhia no dia em que realizaram suas operações com CCXC3, já que manteria contato telefônico quase diário com o seu pai, oportunidades em que conversariam inclusive sobre investimentos (fls. 134 e 135).

194. A análise da atuação de pai e filho corrobora essa afirmação. Os dois operaram no mesmo dia, e, ainda, em momentos muito próximos, reforçando a atuação coordenada dos dois neste caso: Francisco Eduardo fez a primeira compra às 11hs10, negócio nº 4120, e Francisco Dantas fez às 11hs32.

195. Dessa forma, a Comissão de Inquérito concluiu que Francisco Eduardo usou de informação privilegiada em suas operações com ações CCXC3 no dia 21.01.2013, obtendo um lucro bruto indevido de R\$ 81.201,65. A conclusão se apoia no seguinte conjunto de indícios fortes e convergentes: (i) o histórico nulo de atuação no mercado





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

com esta ação; (ii) o volume financeiro atípico que aplicou no papel em um só dia; (iii) o tempo certo em que entrou comprando, com o agravante de ter sido o único papel em que operou alavancado; (iv) sua fundamentação contraditória, tanto no que diz respeito aos motivos do investimento quanto pela razão de ter operado no mercado a termo; e (v) pelo forte vínculo com seu pai, outro investidor acusado.

### II.9 SÉRGIO SAVELLI E LEONARDO BRUNET

196. Inicialmente, a Comissão de Inquérito apontou que Sérgio Savelli e Leonardo Brunet utilizaram-se dos nomes de suas esposas A.P.Q. e D.R.M.M., respectivamente, para operar no mercado de ações no período de análise, de 01.01.2012 a 30.06.2013. Assim, as operações analisadas, em especial as realizadas por elas com CCXC3 em 21 e 22.01.2013, nas quais tiveram lucro de R\$ 27.800,00 e R\$ 48.746,00, respectivamente, foram tratadas como sendo de propriedade e de responsabilidade dos acusados, até porque todos eles admitiram essa dinâmica por ocasião de seus depoimentos à CVM (fls. 1081).

197. Ambos admitiram ser amigos de longa data e que Sérgio Savelli, na qualidade de agente autônomo, assessorava Leonardo Brunet na realização de suas operações, tendo ambos, ademais, integrado, em 2012, o CA da companhia BSM Engenharia S.A. (“BSM Engenharia”), que tem, entre seus clientes, as companhias OGX e LLX.

#### II.9.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

198. Sérgio Savelli e Leonardo Brunet estavam habituados a operar no mercado à vista da Bolsa, como demonstrariam os 58 e 67 pregões em que atuaram entre janeiro de 2012 e junho de 2013, bem como os giros financeiros totais calculados, de cerca de R\$ 9,5 e 11,4 milhões, respectivamente.

199. Porém, para a Comissão de Inquérito, ainda que o giro financeiro das operações com CCXC3 nos dias 21 e 22.01.2013 não chame a atenção (R\$ 184 mil para Sérgio e R\$ 65 mil para Leonardo), considerando que as demais operações de ambos com esse e outros papéis ficaram dentro da mesma ordem de grandeza (R\$ 120 mil para Sérgio e R\$ 142 mil para Leonardo), alguns outros fatos teriam fugido da habitualidade em que a atuação dos dois investidores se deu.

200. O primeiro ponto foi o fato de que situações como aquelas verificadas nos dias 21 e 22.01.2013, quando os dois investidores operaram juntos nos mesmos papel e pregão, foram raras no período de um ano e meio de análise.

201. Conforme levantou a Comissão de Inquérito, ambos operaram com 14 ações coincidentes, o que representou 74% das ações em que Sérgio Savelli investiu e 54% das que Leonardo Brunet aplicou, mas em apenas 13 pregões eles negociaram o mesmo papel.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Ou seja, de um universo de 58 pregões em que os dois investidores poderiam ter atuado juntos, em somente 22% eles o fizeram.

202. Segundo a Comissão de Inquérito, essa assimetria no modo de operar ainda ficaria mais nítida ao se verificar que as operações com CCXC3 executadas nos pregões dos dias 21 e 22.01.2013 foram as únicas, no período de um ano e meio de análise, em que eles operaram de maneira coordenada, ou seja, comprando e vendendo juntos, em bloco de operações isolado (volume de papel comprado igual ao vendido). Ademais, ambos carregaram, de um dia para o outro, volumes de ações de ordem de grandeza equivalente: 30.000 para Sérgio Savelli, e 20.000 no caso de Leonardo Brunet.

**Tabela 7:** Operações de Sérgio Savelli com CCXC3 nos dias 21 e 22.01.2013.

Data	Volume (Compra)	Financeiro (Compra) R\$	Volume (Venda)	Financeiro (Venda) R\$	Lucro (R\$)
21/01/2013	60.000	-159.650,00	-30.000	89.896,00	-
22/01/2013	-	-	-30.000	118.500,00	-
Total	60.000	-159.650,00	-60.000	208.396,00	48.746,00

**Tabela 8:** Operações de Leonardo Brunet com CCXC3 nos dias 21 e 22.01.2013.

Data	Volume (Compra)	Financeiro (Compra) R\$	Volume (Venda)	Financeiro (Venda) R\$	Lucro (R\$)
21/01/2013	20.000	-51.200,00	-	-	-
22/01/2013	-	-	-20.000	79.000,00	-
Total	20.000	-51.200,00	-20.000	79.000,00	27.800,00

203. A Acusação ressaltou que em nenhuma outra ocasião os dois operaram de forma tão concatenada, nem mesmo em CCXC3, ainda que tivessem atuado com este papel em outros pregões após o dia 22.01 – Sérgio Savelli<sup>32</sup> operou em mais oito pregões e Leonardo Brunet<sup>33</sup> em outros três.

204. A Comissão de Inquérito acrescentou que seria bastante razoável supor que os volumes financeiros aplicados em CCXC3 naqueles dias, por Sérgio Savelli e Leonardo Brunet, não fugiram das médias calculadas para seus investimentos, justamente pelo fato de serem investidores experientes e, em tese, conhecerem melhor os critérios mais relevantes levados em conta na tipificação de irregularidades como as de *insider*, incluindo aí a atipicidade das operações e o eventual vínculo com pessoas ligadas à Companhia.

<sup>32</sup> Sérgio Savelli continuou operando com CCXC3 entre os dias 30.01 e 03.05.2013, período em que realizou negócios de compra e de venda de volumes totais de 53.000 e 52.600 ações, respectivamente.

<sup>33</sup> Leonardo Brunet ainda fez algumas operações com CCXC3 posteriormente, entre os dias 10.04 e 24.04.2013, quando comprou e vendeu 10.100 ações, com resultado negativo de R\$ 1.029,00.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

205. De acordo com a Acusação, estaria nessa direção a menção feita por Leonardo Brunet, em sua entrevista à Comissão de Inquérito, quando mencionou o termo “*informação privilegiada*” em mais de uma oportunidade, sem que qualquer dos inspetores o tivessem suscitado ou lhe dado margem para que tivesse entendido que investigavam um caso de *insider*.

206. Sérgio Savelli, por sua vez, ao tratar dos valores envolvidos em suas operações com CCXC3 no dia 21.01.2013, teria tentado diminuir a importância desses negócios, afirmando que girava, às vezes R\$ 2 milhões por dia, de modo que uma operação de R\$ 120 mil não seria uma operação de tanta convicção.

207. Para a Comissão de Inquérito, não ficou claro qual seria o período a que Sérgio Savelli se referiu ao trazer esses números, mas apontou que giro financeiro real, no período de janeiro de 2012 a junho de 2013, foi bem menor, R\$ 164.007,75/dia. Seu giro máximo ocorreu em 21.12.2012, quando registrou R\$ 872.569,52, que, apesar de alto, foi de ocorrência rara.

#### II.9.2 TIMING E VÍNCULOS

208. A Acusação apontou os vínculos de amizade existentes entre Leonardo Brunet, Francisco Dantas e Marco Virzi, conforme atestam as declarações prestadas à CVM, e a participação conjunta dos três em eventos sociais, em especial os proporcionados pelo fato de serem sócios do Gávea Golf Club.

209. Nesse sentido, a Comissão de Inquérito relacionou as posições administrativas ocupadas por Leonardo Brunet, Francisco Dantas no clube, bem como torneios de golfe de que eles e Marco Virzi teriam participado juntos (fls. 1.014-1.021).

210. Em relação ao *timing* das operações, a Comissão de Inquérito verificou uma grande sintonia no modo e no momento de operar de Leonardo Brunet, Sérgio Savelli, Francisco Dantas, Francisco Eduardo e Marco Virzi, sendo que este último realizou suas operações de compra de CCXC3 antes de qualquer um dos envolvidos investigados neste IA, nos dias 17 e 18.01.2013 (quinta e sexta-feira), enquanto os outros executaram suas ordens de compra do papel no dia 21 (segunda-feira), ou seja, após o fim de semana.

211. Além disso todos esses quatro investidores iniciaram suas sequências de operações naquele dia dentro de um período de 32 minutos, entre o primeiro a operar, Sérgio Savelli, às 11h02, e o último, Leonardo Brunet, às 11h34.

**Tabela 9:** Horários dos primeiros negócios de Sergio Savelli, Leonardo Brunet, Francisco Dantas e Francisco Eduardo com ações CCXC3, no dia 21.01.2013.

Investidor	Tipo	Mercado	Primeiro negócio
Sérgio Savelli	Compra	À vista	11:02:00
Leonardo Brunet	Compra	À vista	11:34:04



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Francisco Eduardo	Compra	À vista	11:10:00
Francisco Dantas	Compra	À vista	11:32:46

212. As operações de compra de CCXC3 executadas naquele dia (21.01.2013), em momento anterior à divulgação do FR, renderam lucros a Sergio Savelli e Leonardo Brunet, pois com as operações de venda realizadas no dia seguinte, chegaram a resultados brutos de R\$ 48.746,00 e R\$ 27.800,00, respectivamente, conforme Tabelas 7 e 8 supra.

213. Segundo os cálculos da Comissão de Inquérito, o lucro de R\$ 27.800,00 foi o segundo mais representativo para Leonardo Brunet, dentre 20 valores considerados, e o valor de R\$ 48.746,00 também foi o segundo mais significativo para Sérgio Savelli, neste caso em um universo de 14 valores<sup>34</sup>. Além disso, estão bem acima dos resultados médios por ação obtidos por ambos no mesmo período: R\$ 5.440,13 e R\$ 7.104,29, respectivamente.

214. Estes ganhos representaram uma rentabilidade de 30,53% para o primeiro e de 54,30% para o segundo, bem longe do usual, considerando o período de análise de janeiro de 2012 a junho de 2013.

215. A maior rentabilidade obtida por Sérgio Savelli, dentre as 14 ações em que foi possível fazer este cálculo<sup>35</sup>, ficou em 6,40%, ou seja, cerca de 1/5 do obtido com CCXC3 naqueles pregões. Além disso, sua rentabilidade média neste grupo de ações também foi significativamente baixa, 2,81%, que equivale a menos de 1/10 da mesma rentabilidade com CCXC3.

216. Condição similar foi a de Leonardo Brunet. Sua maior rentabilidade, dentre as 19 ações em que foi possível fazer este cálculo, ficou em 9,06%, ou seja, 1/6 da rentabilidade obtida por ele com o papel CCXC3, nos pregões de 21 e 22.01.2013. Igualmente, sua rentabilidade média neste mesmo grupo de ações, 1,66%, também ficou bastante aquém daquele verificado com CCXC3, equivalente a somente 1/33 da rentabilidade com CCXC3 de 54,30%.

217. Por fim, a Comissão de Inquérito também destacou o fato de que a BSM Engenharia, em que Leonardo Brunet e Sérgio Savelli integravam o CA, tinha como clientes companhias do grupo EBX, como a LLX e OGX, todas controladas por E.B.. Ademais, segundo a Acusação, Leonardo Brunet demonstrava ter contato próximo com E.B., pois chegou a ser indicado por ele para ser um dos membros do CA da OGX, em 09.09.2013, após os fatos aqui investigados. Sua eleição, porém, não se concretizou, pois Leonardo Brunet não compareceu à assembleia convocada para deliberar sobre a questão.

<sup>34</sup> Estes valores só são menores que os lucros brutos obtidos por ambos com outra ação, a EQTL3, que foram de R\$ 27.187,50 e R\$ 52.018,00, respectivamente.

<sup>35</sup> Volume comprado igual a volume vendido no período de análise.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

#### II.9.3 FUNDAMENTOS DAS OPERAÇÕES

218. A Acusação destacou algumas contradições nas declarações de Leonardo Brunet e Sérgio Savelli, no que diz respeito às justificativas para as operações realizadas. Primeiramente, Leonardo Brunet disse acreditar ter investido em CCXC3 por orientação de determinado profissional da XP Investimentos, e em um segundo momento, disse que pode ter sido outro consultor da XP a ter lhe orientado. Entretanto, em um terceiro momento, declarou que seguia as sugestões de Sérgio Savelli, seu agente autônomo, que lhe prepararia relatórios técnicos e de comportamento de mercado.

219. Sérgio Savelli, por sua vez, disse, em linhas gerais, que se baseava em análise gráfica e em alterações de volume e preço das ações, bem como considerava os leilões de mercado nas suas decisões de investimento. Porém, em sua entrevista à Comissão de Inquérito, quando perguntado sobre a motivação para as operações com CCXC3 no dia 21.01.2013, teria se mostrado confuso e impreciso, conforme pode se verificar no trecho abaixo (fls. 1081):

“Na época ela tinha também operação com..., teve que não tinha muito negócio, né, e *tava* com o grupo todo também sob... os problemas já tinham começado no ano anterior, eu acho, da OGX, então podia ter evento, e aí eu fui em um dia em que eu acho que a operação foi feita em um leilão, se não me engano, e tinha uma..., até me lembro porque eu recebi um e-mail da XP no dia, pra eu justificar porque que eu tinha feito essa operação, e aí se eu não me engano, o papel *tava* voltando acima de uma mínima que tinha dado antes, tinha aberto volume pra caramba, e aí resolvi tentar a sorte”.

220. Ao se confrontar as respostas dos dois investidores a respeito de como se dava a intermediação de negócios feita por Sérgio Savelli, a Acusação observou outra contradição. Leonardo Brunet declarou que havia sempre coordenação entre eles, mas Sérgio Savelli afirmou que, na base da confiança mútua entre os dois, normalmente não consultaria Leonardo para fazer operações em seu nome ou para definir o volume financeiro a ser aplicado.

221. Ao ser perguntado por que vendeu cerca de 50% do volume comprado ainda no dia 21.01.2013, Sérgio Savelli respondeu:

“Leonardo tem um patrimônio muito maior que o meu, então eu estou em um risco diferenciado, de acordo com como estiver meu resultado pessoal ao longo do mês, os riscos são diferentes”.

222. Na análise da Comissão de Inquérito, ainda que a comparação entre os patrimônios dos dois seja verídica, tal argumento não encontraria amparo nas operações feitas naquele dia, pois, se assim fosse, Sérgio teria assumido uma posição compradora comparativamente mais tímida que a de Leonardo que, na verdade, assumiu um risco 33% menor.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

223. Dessa forma, a Comissão de Inquérito concluiu que Sérgio Savelli e Leonardo Brunet utilizaram-se de informação privilegiada em suas operações com ações CCXC3 no dia 21 e 22.01.2013, obtendo um lucro bruto indevido de R\$ 48.746,00 e R\$ 27.800,00, respectivamente. A conclusão restou fundamentada no seguinte conjunto de indícios: (i) o *modus operandi* utilizado por ambos nas operações com CCXC3 dos dias 21 e 22.01.2013; (ii) a rentabilidade muito fora dos padrões obtida por eles; (iii) a fundamentação imprecisa e insegura que apresentaram para as operações; (iv) as contradições em que incorreram em suas declarações; (v) o excelente e coordenado *timing* de ambos, em conjunto com Francisco Dantas e Francisco Eduardo, com os quais também possuíam vínculos; (vi) assim como o importante elo de amizade com Marco Virzi, o investidor acusado com lucro mais relevante do presente IA<sup>36</sup>.

### II.10      BLUE MARLIN

224. À época dos fatos, o Blue Marlin<sup>37</sup> pertencia à Marlin Gestão e tinha como gestor Bernardo Araújo e, como analista responsável, Marcelo Moraes, ambos egressos da Opus Gestão de Recursos (“Opus”) e fundadores da Marlin.

225. Ao longo do período de análise, o Blue Marlin se mostrou um investidor bastante contumaz e intenso no mercado à vista de ações, tendo atuado em 349 pregões, apresentado um giro financeiro total de cerca de R\$ 532 milhões e investido em 53 ativos diferentes.

#### II.10.1      ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

226. O Blue Marlin operou com as ações CCXC3 em poucos pregões distribuídos em dois curtos espaços de tempo, ao longo do período de análise: o primeiro entre 27.07.2012 e 01.08.2012; e o segundo de 21.01.2013 a 06.02.2013.

#### *Operações de 21.01.2013 a 06.02.2013*

227. Em 21.01.2013, o Blue Marlin comprou 1.060.500 ações de CCXC3 por R\$ 3.201.816,00 – R\$ 3,02/ação, e, em 22.01.2013, mais 374.000 ações por R\$ 1.447.900,00 – R\$ 3,87/ação. Toda a quantidade adquirida foi vendida em seis pregões nos dias seguintes à divulgação do FR.

**Tabela 10:** Operações do Blue Marlin com CCXC3 em janeiro e fevereiro de 2013

Data	COMPRA		VENDA	
	Qtd. Ações	Financeiro (R\$)	Qtd. Ações	Financeiro (R\$)

<sup>36</sup> No valor de R\$ 1.165.411,00, obtido pela carteira do fundo FIM Extreme.

<sup>37</sup> Atualmente este fundo se denomina Opus Ações II Fundo de Investimento em Ações, gerido pela Opus e administrado pela BNY Mellon. Além disso, possui um patrimônio aproximado de R\$ 2 milhões.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

21/01/2013	1.060.500	3.201.816,00	-	-
22/01/2013	374.000	1.447.900,00	-	-
23/01/2013	-	-	-700.000	2.633.721,00
30/01/2013	5.000	19.250,00	-	-
31/01/2013	-	-	-154.800	578.753,00
01/02/2013	-	-	-151.800	564.919,00
04/02/2013	-	-	-120.500	443.735,00
05/02/2013	-	-	-144.200	522.972,00
06/02/2013	-	-	-163.200	569.096,00
<b>Total</b>	1.439.500	4.668.966,00	-1.439.500	5.313.196,00

228. A Comissão de Inquérito apontou que, embora tenha investido pesadamente no que se refere ao cômputo total de suas aplicações no período, que fora de cerca de R\$ 250 milhões, sua média diária por papel foi bem mais acanhada (R\$ 332 mil).

229. Neste ponto, verificar-se-ia a primeira atipicidade relevante da atuação do acusado com CCXC3, visto que somente no dia 21.01.2013, data de sua aplicação mais forte no papel, quando o volume financeiro chegou a cerca de R\$ 3,2 milhões, o fundo investiu aproximadamente 864% acima de sua média diária por papel, ou seja, quase 10 vezes a sua média por dia, calculada para todos os negócios realizados no período.

230. Além disso, o giro financeiro que esse comitente teve com CCXC3 no dia 21.01.2013 foi o 14º maior verificado de um universo de 1.514 valores calculados no período de análise, compreendido entre 01.01.2012 e 30.06.2013.

231. Contrastando com a relevância de tal valor, este papel ficou entre os dez menos habituais para este comitente<sup>38</sup>, considerando um total de 53 ações nas quais efetuou operações no período. Outrossim, a frequência de 13 pregões em que atuou com o papel também ficou bastante aquém da quantidade média de pregões em que operou por ação, de aproximadamente 29.

#### *Operações de 27.07.2012 a 01.08.2012*

232. No intuito de se comparar suas únicas atuações com o papel e de delinear melhor seu perfil de investimento na ação, a Comissão de Inquérito optou por analisar mais detalhadamente suas operações com CCXC3 em julho e agosto do ano anterior. E verificou nesse período um *modus operandi* bastante similar ao realizado pelo Blue Marlin nos pregões próximos do FR objeto deste IA.

233. Sua forte atuação no dia 21.01.2013 encontrou equivalente no pregão de 27.07.2012, quando, inclusive, aplicou valor de idêntica ordem de grandeza verificada no pregão de janeiro de 2013 – ambos próximos de R\$ 3 milhões. Além disso, as vendas

<sup>38</sup> Em quantidade de pregões com atuação em cada papel.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

sucessivas, identificadas nos pregões compreendidos entre os dias 23.01.2013 e 06.02.2013, também poderiam ser equiparadas às vendas executadas nos pregões dos dias 31.07.2012 e 01.08.2012, com as quais o investidor se desfez da posição montada anteriormente.

234. Porém, as similaridades parariam por aí, pois, diferentemente do afirmado pelos gestores, em seus respectivos depoimentos (fls. 834-836 e 840-842), a ação não fez movimento parecido com o da data de divulgação do FR em análise.

235. Em 23.07.2012 ocorreu um pregão atípico com aumento do número de negócios e quantidade de ações, no qual foram negociadas 2.558.500 ações, sendo que a média até aquela data era de 997.728 ações. A partir do dia seguinte, 24.07.2012, as quantidades de ações negociadas e de negócios voltaram à normalidade.

236. Nesse sentido, nos pregões anterior e posterior ao do dia 27.07.2012<sup>39</sup>, quando o acusado realizou sua vultosa aplicação de cerca de R\$ 3,1 milhões, as quantidades negociadas foram de apenas 508.100 e 411.500 ações, respectivamente.

237. Em 27.07.2012, quatro dias após o pregão atípico citado, ocasião em que o Blue Marlin adquiriu 600.000 ações, investindo R\$ 3.109.377,00, a quantidade total negociada foi de 874.000 ações, tendo o acusado, portanto, adquirido grande parte das ações negociadas pelo mercado naquela data – cerca de 69%.

238. Nessa data, a ação CCXC3 foi adquirida pelo acusado por uma cotação em torno de R\$ 5,00, próxima do valor de avaliação das ações da Companhia, feita e declarada pela Marlin Gestão, em sua resposta à GMA-1 (fls. 83 a 86), no valor de R\$ 6,35, sem que qualquer movimento parecido com o da data do FR em análise fosse verificado, indicando que a aquisição teria tido motivação desconhecida e diferente da alegada.

#### II.10.2 *TIMING* DAS OPERAÇÕES

239. Os momentos das operações de compra e de venda teriam sido cruciais para que este investidor tivesse tido desempenho positivo com o papel. Ao comprar 1.060.500 ações CCXC3, no dia 21.01.2013, ao preço médio de R\$ 3,02/ação, antes mesmo que a ação tivesse sido impactada pela divulgação do FR daquele dia, e depois, em 23.01.2013, vender 700.000 dessas ações, ao preço médio de R\$ 3,76/ação, o Blue Marlin garantiu para si um lucro de cerca de R\$ 0,74/ação, ou uma rentabilidade aproximada de 25%, no período de somente dois dias.

240. Tais atuações em CCXC3 contribuíram em cerca de 78%, ou R\$ 518.000,00, para o resultado total alcançado pelo fundo no período de 21.01 a 06.02.2013, que fora

---

<sup>39</sup> Dias 26 e 30.07.2012, respectivamente.





### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

de R\$ 663.480,00, considerando a compra e a venda de um quantitativo total de 1.434.500 ações.

241. A Comissão de Inquérito notou, ainda, que resultados de tal magnitude, como a rentabilidade citada e o lucro bruto com CCXC3 obtido em janeiro/fevereiro de 2013, não eram usuais para o Blue Marlin. Foi verificado que, em 25 das 53 ações em que operou, e pelas quais foi possível apurar dados como lucro e rentabilidade<sup>40</sup>, o Blue Marlin só obteve rentabilidade maior com a ação SSBR3 (21%), sendo que seu lucro com CCXC3 foi o maior entre todos eles.

242. O resultado bruto obtido pelo Blue Marlin nesses 25 ativos, descontando-se o resultado designado como CCXC3 (2013), ficou negativo em R\$ 547.002,49 e a rentabilidade média deste conjunto de ações ficou em -0,74%. Dito de outra forma, em termos de valor, o Blue Marlin conseguiu, em duas semanas de operações com CCXC3, superar em R\$ 1,21 milhão o desempenho alcançado com 25 ações durante o período de um ano e meio de análise, incluindo, neste caso, as operações realizadas com a própria CCXC3 no ano de 2012<sup>41</sup>.

243. Assim, para o cálculo do lucro irregular obtido pelo fundo, foram excluídas as operações de compra efetuadas nos dias 22 e 30.01.2013, ou seja, após a divulgação do FR. Além disso, foram consideradas somente as primeiras 53.900 ações vendidas no dia 04.02, a fim de completar o total comprado no pregão do dia 21. O resultado dessa análise foi um lucro bruto de R\$ 744.060,95:

**Tabela 11:** Cálculo do lucro ajustado com CCXC3, no período de 21.01 a 04.02.2013.

Data	COMPRA		VENDA		LUCRO
	Quantidade	Valor (R\$)	Quantidade*	Valor (R\$)	
21.01.2013	1.060.500	3.201.816,00	-	-	<b>774.060,95</b>
23.01.2013	-	-	700.000	2.633.721,00	
31.01.2013	-	-	154.800	578.753,00	
01.02.2013	-	-	151.800	564.919,00	
04.02.2013	-	-	53.900	198.483,95	
TOTAL	1.060.500	3.201.816,00	1.060.500	3.975.876,95	

\*Foram utilizadas somente as primeiras 53.900 ações vendidas no pregão do dia 04.02.2013.

<sup>40</sup> Pelo fato de terem fechado o período com quantidades iguais de papéis comprados e vendidos.

<sup>41</sup> A SPS frisou que, para efeito de cálculo do lucro irregular obtido pelo investidor, no período em que operou com CCXC3 em janeiro e fevereiro de 2013, foram desconsiderados do lucro bruto obtido nesse período os resultados alcançados por meio de posições abertas após a divulgação do F.R, como as operações de compra do dia 22.01.2013, por exemplo. Assim, para o cálculo desse valor, foram excluídas as operações de compra efetuadas nos dias 22 e 30.01.2013, ou seja, após a divulgação do F.R. Além disso, foram consideradas somente as primeiras 53.900 ações vendidas no dia 04.02, a fim de completar o total comprado no pregão do dia 21. O resultado dessa análise foi um lucro bruto de R\$ 744.060,95.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

## II.10.3 FUNDAMENTOS DAS OPERAÇÕES E CONTRADIÇÕES

### *Resposta da Marlin Gestão à GMA-1 vs Depoimentos dos Gestores*

244. Em 02.07.2013, a Marlin Gestão foi questionada pela GMA-1 (fls. 83 a 86) acerca das razões do investimento em CCXC3 no dia 21.01.2013.

245. Na resposta (fls. 084), a acusada declarou que acompanharia a CCX desde 2009, ainda quando era ativo da MPX. Pela importância do teor deste relato, a Comissão de Inquérito optou por reproduzi-lo:

“Acreditávamos que as minas de operação mais simples (minas a céu aberto) apresentavam um valor de aproximadamente R\$6,35/ação. Estas teriam capacidade de produção um pouco inferior à demanda das plantas térmicas da MPX, que deveriam iniciar operação em 2012. Além deste valor, havia um volume muito grande de recursos minerais indicados e inferidos em uma mina subterrânea de operação mais complexa que demandaria elevados investimentos tanto para desenvolver a mina quanto para construir a infraestrutura logística. Por essa complexidade técnica, pela baixa disponibilidade de caixa livre para financiar este projeto e pelo volume potencial ser muito maior que a demanda esperada pela empresa Irma (MPX), acreditávamos que este ativo (CCX) seria vendido ou haveria necessidade de capitalização da empresa para desenvolver essa mina (San Juan). Nossas contas nos mostravam que a mina de San Juan poderia valer mais que o dobro das minas a céu aberto”

246. Em suas análises, a Marlin Gestão declarou que acreditava estar comprando um ativo simples de ser desenvolvido, com demanda cativa das térmicas da MPX, com valor de mercado de aproximadamente 50% inferior ao valor econômico que vislumbrava. Nesse contexto, teria investido com uma boa margem de segurança em função de comprar a um preço muito inferior ao valor econômico potencial e levar sem custo a possibilidade de um parceiro desenvolver a mina de San Juan. Sua maior dúvida seria o momento de se tomar tal decisão de investimento, dada a necessidade de capital da empresa.

247. Desse modo, a Marlin Gestão teria sido clara ao afirmar que acreditava que as ações de CCX eram um excelente negócio nos preços em que estavam, em torno de R\$ 3,00<sup>42</sup>. A acusada estaria comprando um ativo de fácil desenvolvimento – representado pelas minas de operação mais simples (minas a céu aberto), avaliadas por ela em R\$ 6,35/ação – ou seja, com desconto de 50%, e demanda cativa das térmicas da MPX, em que o comprador do carvão era o sistema elétrico brasileiro. Além disso, em seu entendimento, a capitalização seria necessária para o desenvolvimento e a construção de

---

<sup>42</sup> Em 21.01.2013.



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

infraestrutura logística somente da mina subterrânea de San Juan, cuja operação, em sua opinião, era mais complexa.

248. Portanto, não seria necessária a capitalização da empresa para que ela fosse um bom investimento, pois possuiria ativos que eram rentáveis imediatamente, independentemente de aporte financeiro (capitalização).

249. Entretanto, em seus termos de declarações, os gestores fizeram questão de frisar que a maior dúvida era o momento de tomar a decisão de investimento. Tal afirmação seria contrária à afirmação feita à GMA-1 de que o ativo que necessitava de financiamento para ser desenvolvido viria como uma espécie de “bônus” ao adquirirem as minas de operação mais simples, pois somente o valor atribuído a elas, equivaleria ao dobro do valor pago pelo fundo por cada ação em 21.01.2013.

250. Além disso, a Acusação chamou atenção para as cotações muito mais atrativas verificadas para a ação em seu histórico recente, como o valor de R\$ 1,87, registrado dia 22.11.2012, ou seja, há menos de dois meses da data do FR. Nesse sentido, tem-se que o valor de avaliação dado pela Marlin Gestão equivalia a 3,4 vezes tal cotação, ou, nas palavras da Marlin Gestão, ele representava um desconto de 70%, relação muito mais vantajosa àquela verificada no pregão do dia 21.01.2013, quando o desconto era de cerca de 50%.

251. Ainda nessa linha, Bernardo Araújo, quando confrontado com a resposta dada a GMA-1, respondeu (fls. 840-842) que o motivo da compra no dia 21.01.2013 foi o mesmo do dia 27.07.2012, justificando que o movimento atípico de CCXC3 pudesse indicar a concretização de suas suposições e que a capitalização ocorreria.

252. Marcelo Moraes, por sua vez, declarou que acreditava que a empresa tinha valor potencial muito acima do valor de mercado, mas que, no entanto, para gerar este valor seria necessária uma capitalização para financiar um grande projeto. Complementou dizendo que, em julho de 2012, percebendo movimento de alta na ação com volume negociado atípico teria tido a impressão que a capitalização seria feita por valor acima do preço de negociação à época, ressaltando que tal capitalização seria de conhecimento público e amplamente divulgada pela Companhia (fls. 834-836).

253. A Comissão de Inquérito considerou contraditória a afirmação feita em depoimento de que a capitalização da Companhia era tão relevante assim para a decisão de se investir ou não em suas ações, haja vista que os próprios acusados afirmaram que a Companhia já se mostrava uma ótima opção de investimento pois possuiria ativos que eram rentáveis imediatamente e que cuja valoração, R\$ 6,35/ação, seria bem superior à cotação da ação em Bolsa, seja em 27.07.2012, seja em 21.01.2013, ou em todo o período compreendido entre essas datas.

254. Adicionalmente, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes disseram que ficaram surpresos com a divulgação do FR e a consequente desconstrução da tese da capitalização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Acrescentaram que, ainda assim, após a divulgação do FR adquiriram mais 374.000 ações, por R\$ 1.447.900,00, com o objetivo de se mobilizarem para arregimentar alguns dos demais acionistas minoritários por ocasião da OPA e juntos pleitear um valor melhor a ser pago por ação.

255. Nesse ponto, outra contradição se verificaria. Na resposta que deram à GMA-1, argumentaram que decidiram aumentar o investimento na ação no dia 22.01.2013 pelo fato de acharem que o papel ainda tinha potencial de ganho, haja vista que o preço ainda estaria longe do valor econômico a que tinham chegado, de R\$ 6,35, bem como por acreditarem que o preço de mercado poderia realmente convergir para o valor econômico, dado que seria uma operação de fechamento de capital.

*Análise fundamentalista utilizada pela Marlin Gestão versus Justificativa baseada em análise gráfica, preço e liquidez, para operar com CCXC3.*

256. Tanto Bernardo Araújo quanto Marcelo Moraes afirmaram que estavam temerosos em investir na Companhia, pois não teriam informações suficientes que mostrassem que mesmo a capitalização seria um bom negócio, ou seja, nas próprias análises que faziam ainda teriam diversas dúvidas que impediam, na opinião dos gestores, o investimento em CCX, apesar de, em suas análises, a companhia possuir ativos de fácil desenvolvimento – as tais “minas a céu aberto”.

257. No dia 21.01.2013, nada a respeito da Companhia fora divulgado ao mercado até o encerramento do pregão. O investimento do Blue Marlin em CCXC3 se deu, de acordo com as afirmações dos sócios da Marlin Gestão, baseado no comportamento da ação no pregão daquela data, o qual Bernardo Araújo e Marcelo Moraes supunham ser consequência da possibilidade de uma capitalização.

258. Fato é que o Blue Marlin iniciou a compra no dia 21.01.2013, às 13h45, em um momento em que a negociação das ações de CCXC3 naquele pregão já demonstrava uma oscilação atípica, com alta substancial na quantidade de ações negociadas e na quantidade de negócios, além de ser o terceiro pregão consecutivo de alta do valor da ação.

259. A Marlin Gestão argumentou que teria boas expectativas em relação à Companhia, mas, por não querer correr riscos, aguardaria a capitalização. Entretanto, teria restado claro, na visão da Acusação, que seus atos não teriam sido baseados em fundamentos técnicos e econômicos a respeito da Companhia até porque, se assim fosse, não teriam dado tanta importância à movimentação momentânea da ação.

260. Apesar de a análise fundamentalista ser a única ótica da Marlin Gestão na análise de seus potenciais investimentos, como deixaram claro Bernardo Araújo e Marcelo Moraes, seu *modus operandi* com as ações CCXC3 teria se mostrado totalmente desconexo com suas palavras, já que ele se deu de forma bastante pontual, mas, ao mesmo



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

tempo, robusta, com altos valores diários envolvidos, e de curtíssimo prazo, com entradas e saídas rápidas do papel, sem manter qualquer volume em carteira.

261. Ao ser perguntado do porquê dessa dissonância, Marcelo Moraes argumentou que *o motivo de manter o papel no radar sem estar investido seria o receio do preço da capitalização*. A Comissão de Inquérito notou que não teriam tido o mesmo receio nos dias 27.07.2012 e 21.01.2013, quando aplicaram mais de R\$ 3 milhões no papel em cada um dos pregões.

262. Igualmente, não faria sentido usar o simples comportamento atípico da cotação da ação, ou até mesmo a alteração no volume de papéis negociados, como justificativa para as decisões de investimento tomadas nos dias 27.07.2012 e 21.01.2013, haja vista que estes fenômenos, por si sós, não seriam suficientes para sanar o principal receio alegado pela Marlin Gestão, qual seja, o preço da suposta e aludida capitalização da Companhia.

#### *Operações realizadas com CCXC3 no ano de 2012 versus Justificativa infundada de atipicidade na movimentação do papel*

263. Em relação aos negócios de compra de CCXC3 realizados no dia 27.07.2012, não haveria como prosperar o argumento de que o mercado apresentava volume atípico, e que, por isso, teriam assumido posição compradora esperando por comunicado de capitalização.

264. O único volume realmente atípico próximo ao dia 27.07.2012 foi verificado no dia 23 do mesmo mês, quando o mercado negociou cerca de R\$ 11,8 milhões, aproximadamente seis vezes o que estava habituado a praticar. Porém, desde então, o volume vinha decaindo paulatinamente, dando sinais de que voltaria ao seu padrão, como, aliás, ocorreu. Os volumes observados nos dias seguintes marcaram R\$ 5 milhões nos dias 24 e 25.07.2012, R\$ 2 milhões no dia 26, e finalmente R\$ 4 milhões no dia 27. Sendo que destes R\$ 4 milhões, R\$ 3 milhões foram negociados pelo Blue Marlin, movimentando praticamente 70% do mercado naquele dia.

265. Portanto, a justificativa para a decisão de comprar no dia 27.07.2012 se mostraria inverossímil, assim como também soaria incompreensível a decisão de venda total dos papéis recém-adquiridos nos segundo e terceiro pregões seguintes, dias 31.07 e 01.08.2012.

266. A esse respeito, Marcelo Moraes argumentou que, percebendo que a capitalização não aconteceria, teria resolvido desinvestir, demonstrando que a expectativa da Gestão era de que a tal capitalização fosse divulgada em poucos dias.

267. Dessa forma, seria possível afirmar que, nessa data, a aquisição de CCXC3 feita pela Marlin Gestão teria sido guiada pelas expectativas assumidas pelos gestores 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](http://www.cvm.gov.br)

uma iminente capitalização. No entanto, não seria possível afirmar que essa expectativa tenha sido corroborada pela movimentação do papel no mercado naquele período, deixando claro que a movimentação atípica não teria sido o critério para a sua decisão de investir no papel.

#### *Baixa convicção alegada para a ação CCXC3 versus Modus operandi incoerente*

268. Tanto Bernardo Araújo quanto Marcelo Moraes afirmaram em depoimento que CCXC3 não era um ativo de alta convicção para a Marlin Gestão, daí o valor investido no papel ter sido relativamente baixo, em torno de 5% do patrimônio do Blue Marlin. Entretanto, tal posicionamento seria contrário aos fatos.

269. Ainda que os gestores considerassem que a porcentagem investida fosse baixa, o valor equivalente aos citados 5% foram aplicados de uma só vez, em um único pregão, o que o classificaria como um dos 14 movimentos diários mais relevantes de um universo de 1.514 valores verificados.

270. De modo que, ao contrário do que ocorria com outros papéis da carteira do Blue Marlin, nos quais a porcentagem definida ia sendo aplicada ao longo do tempo e de vários pregões, com CCXC3 a decisão foi pontual e robusta (para um único pregão), demonstrando um nível de confiança, em relação às perspectivas futuras da cotação do papel, muito acima do normal, considerando o conjunto de negócios executados pelo Blue Marlin.

#### II.10.4 VÍNCULOS ENTRE COMITENTES

271. A Comissão de Inquérito destacou que Marlin Gestão possui, por meio de seus gestores e funcionários, diversos vínculos seja com pessoas ligadas diretamente à CCX, seja com pessoas que tiveram acesso direto às informações referentes ao FR objeto deste PAS. O mais importante deles seria o vínculo com o acionista controlador da Companhia e principal interessado e articulador do processo envolvendo a OPA – E.B.. Seu fundo de investimento exclusivo possuía, na ocasião das operações aqui investigadas, 54,22% das cotas do fundo Blue Marlin, sendo seu principal cotista à época (fls. 1179-1186 e 1287).

272. Além disso, o responsável por assessorar E.B. na gestão de seus investimentos pessoais, no período que abrange as operações citadas, L.A., além de ter sido uma das pessoas que tiveram acesso direto às informações relacionadas ao FR antes de sua divulgação, conforme relação entregue pela Companhia a esta CVM, na qual ele aparece como um dos profissionais ligados ao acionista controlador (fls. 50), também possui vínculos com a Marlin Gestão.

273. L.A. afirmou, em depoimento (fls. 846-848), que conhece Bernardo Araújo desde 2011/2012, época em que ele trabalhou na Opus, e que, por volta de setembro 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](http://www.cvm.gov.br)

2013, teria sido lhe apresentado um projeto tocado pela empresa, denominado “Viva Rio”, ocasião em que também foi convidado, pelo próprio Bernardo Araújo, a fazer parte dos quadros da Marlin Gestão, a fim de que trouxesse sua experiência para a empresa.

274. Apesar da forma pontual com que tratou do assunto, fazendo referência a um projeto, quando perguntado sobre sua ida para a Marlin, consta, em relatório de apresentação institucional da empresa, referente ao mês de novembro/2013 (fls. 1057-1066), que L.A. ocupou o cargo máximo da empresa, ou seja, CEO, responsável pelas suas estratégias e pela visão da empresa.

275. Além dele, outros dois profissionais ligados a E.B., que tiveram acesso às informações relacionadas ao FR, antes de sua divulgação pública, P.L. e J.G., também possuiriam vínculos diretos e indiretos com a Gestão do fundo Blue Marlin.

276. Além de ter tido acesso às tais informações privilegiadas, antes de sua divulgação, P.L. também pertenceu aos quadros da gestora. De acordo com outro relatório de apresentação institucional, referente ao mês de março/2014 (fls. 1067-1076), ele ocupava o cargo/função de Risk Manager da empresa.

277. P.L., que também era um dos componentes da mesa de operações comandada por L.A., à época das operações, disse, em depoimento (fls. 849-850), que se tornou funcionário da Marlin Gestão em março de 2014, por meio de indicação de L.A., mas que não teria contato com a empresa até então.

278. Chamou atenção da Comissão de Inquérito também os vínculos de amizade de P.L. com três dos integrantes da gestora – Bernardo Araújo, Marcelo Moraes e L.A., na rede social Facebook (fls. 1048-1056). Além disso, um amigo seu, M.C., citado por ele em depoimento como tendo sido a pessoa que o levou para trabalhar no grupo EBX, também é sócio de outro profissional ligado a E.B., e que teve acesso às informações referentes ao FR, o já citado J.G.. Ademais, M.C. também consta como amigo de Bernardo Araújo na mesma rede social (fls. 1255).

279. Outro vínculo que também mereceu destaque da Acusação é o de Marcelo Moraes e B.D.O., que, por sua vez, está na lista (fls. 50) entregue pela CCX que relacionava as pessoas que tiveram acesso direto às informações relacionadas ao FR antes de sua divulgação, no segmento de profissionais ligados a Eike. Ambos seriam amigos de Facebook (fls. 1194-1196).

280. Além disso, B.O.D. parecia gozar de influência e confiança com E.B., uma vez que já o representou em uma Assembleia Extraordinária da companhia OSX, em 06.09.2012, bem como assinou a ata, da mesma assembleia, em nome da empresa



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Centennial Asset Mining Fund LLC, a qual<sup>43</sup> seria uma importante holding *offshore* de E.B..

281. Dessa forma, considerando o conjunto de indícios detectados, dentre eles, principalmente, (i) a conduta atípica com as ações CCXC3, em relação ao verificado com as demais ações de sua carteira; (ii) o *modus operandi* adotado com essas ações desconexo para um investidor que se diz voltado totalmente à análise fundamentalista em seus investimentos; (iii) o *timing* excelente, ao comprar imediatamente antes da divulgação do FR e vender poucos dias depois; (iv) as fundamentações contraditórias e infundadas diante da realidade dos fatos; (v) e os vínculos diversos, seja com o próprio acionista controlador da Companhia, E.B., seja com profissionais ligados a ele e que tiveram acesso às informações relacionadas ao FR, há poucos dias da sua divulgação pública; a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com ações de emissão de CCX realizadas pelo fundo Blue Marlin, no período de 21.01 a 06.02.2013, que lhe propiciaram um lucro bruto de R\$ 774.060,95, teriam sido realizadas com uso de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

### II.11 FERNANDO BERTIN

282. Fernando Bertin é empresário e acionista da Bertin S.A. (“Bertin”), da qual detinha 5% das ações à época dos fatos (fls. 713-739). Segundo informou em depoimento (fls. 913-914), já teria trabalhado nos ramos de transporte e logística, *trading*, importação e exportação dentro do grupo Bertin.

283. Sobre suas operações no mercado de valores mobiliários durante o período analisado, de 01.01.2012 a 30.06.2013, seu foco teria se dado no mercado futuro, especialmente em Contratos Futuro de Boi Gordo (“BGI”)<sup>44</sup>, com os quais movimentou um volume financeiro de cerca de R\$ 15 milhões, montante equivalente a 54% do volume total movimentado por ele em todo o mercado.

#### II.11.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

284. O que mais chamou atenção da Comissão de Inquérito nas operações do acusado com CCXC3 em relação à sua atuação geral no mercado de valores mobiliários foi o fato de ter operado muito pouco no mercado à vista da Bolsa, restringindo-se a três ações, incluindo a da CCX. O volume financeiro operado nesse mercado,

---

<sup>43</sup> Segundo uma reportagem da versão online do jornal “Estadão” ([www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)), noticiada em 14.10.2012, duas empresas com sede no exterior concentrariam 72,5% do valor total da participação de E. B. em ações de suas controladas OGX, OSX, MMX, LLX, MPX e CCX. Uma dessas empresas seria a Centennial Asset Mining Fund LLC, que, por sua vez, controlaria a Centennial Asset Brazilian Equity Fund LLC (fls. 1209).

<sup>44</sup> Em termos de volume financeiro movimentado.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

aproximadamente R\$ 2,28 milhões, representou cerca de somente 8% do volume total movimentado pelo investidor.

285. Na mesma linha, enquanto, no mercado futuro, Fernando Bertin operou em 139 pregões, no mercado à vista atuou em apenas 12 pregões.

286. Esses fatores em si denotariam uma atuação pontual e esporádica desse investidor no mercado à vista, cujo principal representante foi justamente o papel CCXC3, em contraste com a sua atuação típica, quase rotineira, verificada no mercado futuro de *commodities*.

287. Tal atipicidade também encontraria respaldo nas informações prestadas pelos agentes autônomos de investimentos E.R., B.M. e M.B.C. (fls. 1124). Tais profissionais foram os responsáveis por executar suas ordens no período de 2008 a meados de 2013<sup>45</sup>, inclusive aquelas referentes à época dos fatos aqui investigados, e o fizeram por meio da empresa Supera AAI Ltda. (“Supera”), da qual são sócios.

288. M.B.C. afirmou que o foco da Supera seria o mercado futuro agrícola, acrescentando que eles não acompanhariam o mercado à vista da Bolsa, mas que, eventualmente, realizariam operações nele, se assim fosse solicitado pelo cliente.

289. E.R., por sua vez, reforçou as palavras de M.B.C., no sentido de que o foco da Supera eram as *commodities* agrícolas e, ocasionalmente, dólar e índice. Para ilustrar, disse que, estatisticamente, o histórico operacional da empresa poderia ser retratado por “70% no mercado de boi, 20% no mercado de milho, 5% no mercado de café, e 5% nos mercados de dólar e índice”. Com relação ao mercado de ações, ressaltou que quase não fariam operações nesse mercado e que, historicamente, as operações por eles intermediadas nesse mercado deveriam representar apenas “0,05% do volume de negócios”.

290. Por último, B.M. referendou o que os dois últimos disseram a respeito do mercado em que a Supera mais frequentemente atua ao dizer que 99% da receita seria oriunda de BM&F, e que o foco de fato seria o mercado de *commodities* agrícolas.

291. Além de não ser investidor habitual no mercado de ações, a experiência de Fernando Bertin com CCXC3 seria nula, já que nunca tinha operado com CCXC3 antes de 18.01.2013. A Comissão de Inquérito também ressaltou o fato de o acusado não ter voltado a operar com o papel após 22.01.2013, ocasião em que vendeu o volume adquirido nos dois pregões anteriores, ainda que tenha tido desempenho positivo.

292. Tais fatos, analisados em conjunto, demonstrariam que o acusado não tinha qualquer habitualidade em operar no mercado de ações, muito menos com CCXC3, até

---

<sup>45</sup> Segundo informaram, em depoimento, os agentes autônomos citados.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

mesmo porque seu foco, pelo perfil de investidor que tinha, era o mercado futuro de *commodities* agrícolas.

#### II.11.2 *TIMING*

293. Outro fator primordial que teria levado Fernando Bertin a resultado tão relevante nas operações com CCXC3 foram os momentos em que se deram os negócios de compra e de venda, pois possibilitaram a execução de ordens em cotações das mais baixas, no caso da compra, já que o FR do dia 21.01.2013 ainda não havia sido divulgado, e, na outra ponta, a venda quando a cotação do papel já refletia a divulgação do FR.

294. A entrada no papel no dia 18.01.2013, quando o mercado ainda não apresentava oscilação da magnitude daquela verificada no pregão seguinte (21.01.2013), teria dado ao investidor a chance de conseguir cotação das mais vantajosas, de R\$ 2,18/ação, considerando até o histórico do papel desde seu lançamento em Bolsa.

295. A cotação média obtida para seus negócios no dia 21.01.2013, de R\$ 2,55, ainda que maior que aquela do dia 18, não deveria ser menosprezada, até porque, em razão de ter operado ainda pela manhã daquele dia, conseguiu cotação 23% menor que a cotação de fechamento, que fora de R\$ 3,13/ação.

296. O efeito de sua atuação nesses dois pregões na ponta de compra foi a consecução de negócios na cotação média de R\$ 2,37/papel, que combinada à cotação média de venda do dia 22.01.2013 no valor de R\$ 3,95/papel, proporcionou-lhe uma rentabilidade média de 67%, ou de R\$ 1,58/ação, assim como um lucro bruto significativo de R\$ 317.000,00.

#### II.11.3 FUNDAMENTOS DAS OPERAÇÕES

297. Em depoimento (fls. 913-914), Fernando Bertin enfatizou que todas as suas operações no mercado se dariam por indicação ou sugestão de E.R. e B.M.. Nesse sentido, ao ser questionado sobre como decidia seus investimentos no mercado de renda variável, respondeu que seguiria as sugestões dos operadores e que nunca teria olhado balanços ou gráficos nem analisado documentação das companhias em que investia.

298. Com relação às suas operações de compra de CCXC3 nos dias 18 e 21.01.2013, o depoente também se eximiu de responsabilidade quanto à motivação dessas operações, afirmando que as teria realizado por indicação dos operadores. Quanto às operações de venda do dia 22.01, disse, na mesma linha, que, após contato dos operadores, teria resolvido vender.

299. Ao falar sobre como realizava as operações no mercado, assegurou que, por vezes, na mesma conversa com os operadores, esses já definiriam a margem de ganho ou perda, e que na maioria das vezes a iniciativa do contato seria dos próprios operadores.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

300. A despeito disso, todos os três agentes autônomos integrantes da Supera, responsáveis por recepcionar e executar as ordens em seu nome, negaram, de forma contundente, qualquer participação nesse sentido.

301. M.B.C. (fls. 1124), por exemplo, afirmou que o serviço prestado ao cliente se resumiria à corretagem, por conta da execução das ordens em seu nome, e que a iniciativa do contato entre ele e a Supera seria sempre do acusado. Além disso, disse que não haveria participação dele ou da Supera nas decisões de investimento. Também não lhe sugeriria opções, seja no mercado que estava habituado a operar, de futuro agrícola, seja no mercado à vista. Com relação à ação CCXC3, negou que tenha lhe indicado a compra ou a venda do papel nos dias 18, 21 e 22.01.2013.

302. Perguntado qual seria o serviço prestado ao acusado, E.R. afirmou que seria o de corretagem, o mesmo prestado a qualquer outro cliente. Adicionalmente, reforçou que não indicaria operação ou ativo a seus clientes, incluindo Fernando Bertin, e o que fazia no atendimento seria fornecer informações relevantes e mais atuais do mercado de *commodities* para que eles tivessem ferramentas para decidir o que fazer. A esse respeito acrescentou, no que se refere ao mercado de ações, que não falaria nada porque não conheceria o mercado.

303. Especificamente quanto à possível indicação sua para que Fernando Bertin operasse com CCXC3 nos dias 18, 21 e 22.01.2013, declarou que não se lembraria desta operação e nem de a ter recomendado, assim como teria certeza que nem M.B. e B.M. a teriam recomendado.

304. Com relação ao nível de conhecimento que o acusado demonstrava ter a respeito do mercado de valores mobiliários, o depoente disse que ele entenderia bastante sobre o mercado de boi. Sobre o mercado de ações, não soube dizer, até pelo fato de as operações de Fernando Bertin nesse mercado terem sido eventuais.

305. B.M. referendou o que os dois sócios já haviam dito em relação ao foco da Supera (mercado futuro agrícola), ao serviço prestado a Fernando Bertin (intermediação de negócios), e ao modo como interagem com o cliente para a tomada de suas decisões de investimentos.

306. Em relação às operações de Fernando Bertin com CCXC3, disse que não teria lhe indicado a compra nem a venda desse papel. Em certos momentos chegou a comentar que não saberia nada “de ação”, nem teria terminal para operar ações.

#### II.11.4 CARACTERÍSTICAS DE TRANSMISSÃO DAS ORDENS

307. A gravação das ordens (fls. 714) de compra de CCXC3 do dia 18.01.2013 executadas em nome de Fernando Bertin revelou mais alguns detalhes sobre como se deram aquelas primeiras operações com o papel e ajudariam a corroborar o argumento da



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Comissão de Inquérito sobre a atipicidade desse acusado com o papel CCXC3 e sobre a falta de conhecimento do agente autônomo em relação ao que o cliente estava prestes a solicitar.

308. A Acusação destacou o seguinte trecho de ligação entre o acusado e o agente autônomo:

M.B.C.: “Socopa”

Fernando Bertin: “Alô?”

M.B.C.: “E aí doutor?”

Fernando Bertin: “Tudo Bom?”

M.B.C.: “Joia...”

Fernando Bertin: “Como está aquela....?”

....

M.B.C.: “Milho Março...”

Fernando Bertin: “CCXC3”

M.B.C.: “E de ema??”

Fernando Bertin: “Não. Cavalo, cavalo, Xavier...”

M.B.C.: “Tá. Centennial Asset Participações.”

309. O diálogo não deixaria qualquer dúvida de que Fernando Bertin não tinha habitualidade em operar com ações e de que o agente autônomo receptor da sua ordem naquele dia não tinha, de antemão, qualquer ideia sobre o que seu cliente pretendia fazer naquele momento, até que sua ordem fosse totalmente esclarecida, o que veio a ocorrer ao final da conversa.

#### II.11.5 CONTRADIÇÕES

310. Por fim, haveria a flagrante contradição entre as justificativas apresentadas por Fernando Bertin para realizar as operações com CCXC3 nos dias 18 e 21.01.2013.

311. A versão apresentada pelo investidor, quando de seu depoimento (fls. 913-914) à CVM, de que teria seguido indicações dos agentes autônomos E.M. e B.M., se mostraria inverossímil diante das informações fornecidas pelos sócios da Supera, entre eles, os dois agentes citados e também colidiria com o que teria sido sua primeira manifestação em relação ao assunto.

312. Nessa primeira manifestação, de 18.02.2013 (fls. 1120-1121) entregue por E.M., por ocasião de seu depoimento, e que traz uma troca de e-mails entre a Socopa, B.M., Fernando Bertin, o investidor justificou então suas operações naqueles dias da seguinte forma:

“Não tenho vínculo com ninguém da empresa, nem com alguém relacionado à operação. Já vinha acompanhando o papel há alguns dias, no primeiro movimento que julguei que saindo do fundo tomei a



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

decisão de comprar, no dia seguinte vendo movimento atípico de volume e preço, resolvi dobrar a posição.”

313. Além de se chocar com o ponto que mais frisou no seu depoimento, relacionado às sugestões ou indicações, suas palavras também não fariam sentido para alguém “que não entende do mercado”, como o próprio também afirmou ainda naquela ocasião.

314. Por fim, apesar de todos os três agentes autônomos da Supera terem confirmado o fato de o acusado ter parado de operar com eles em 2013, nenhum soube dizer o motivo que o levou a isso.

315. Pelo conjunto de indícios apresentados, entre eles, e, principalmente, (i) a atipicidade de suas operações com CCXC3 em relação ao mercado a que estava habituado a atuar, que era o de futuro de *commodities*; (ii) o ótimo *timing* de entrada no papel, que se deu em 18.01.2013; (iii) a fundamentação contraditória e inverossímil; e (iv) as característica das transmissões de suas ordens de compra, a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com emissão de CCX realizadas por Fernando Bertin, nos pregões dos dias 18, 21 e 22.01.2013, que lhe proporcionaram um lucro bruto de R\$ 317.000,00, teriam sido realizadas com uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

#### II.12 FÁBIO DESLANDES

316. Fábio Deslandes seria agente autônomo de investimentos vinculado à Gradual CCTVM S.A. (“Gradual”) há seis anos à época da elaboração do Relatório de Inquérito. Segundo informou em depoimento (fls. 980-982), teria experiência de 18 anos no mercado de valores mobiliários, seja como investidor, seja como profissional da área.

317. Suas operações, no período de janeiro de 2012 a junho de 2013, no mercado à vista da Bolsa, tiveram início justamente no dia 18.01.2013, dia útil anterior ao de divulgação do FR. Tais operações foram de compra de 50.000 ações CCXC3, ao custo bruto de R\$ 107.498,00.

318. Operou relativamente pouco nesse mercado, comparado ao que realizou no mercado de opções, no qual movimentou cerca de R\$ 11,2 milhões, valor equivalente a mais de quatro vezes o seu giro financeiro total no mercado à vista, que fora de R\$ 2,5 milhões, sendo que R\$ 1.143.600,00 decorrentes do exercício de opções (PETR4). Excetuando-se CCXC3, operou basicamente por meio de *day-trades*, sendo este seu *modus operandi* mais comum no período.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

319. Além disso, dos 5.284 negócios executados no mercado de opções, em 5.100, ou em 97% dos casos, o investidor os realizou em operações do tipo *day-trade*<sup>46</sup>.

### II.12.1 ATIPICIDADE DAS OPERAÇÕES

320. A primeira atipicidade verificada pela Comissão de Inquérito viria da própria operação do dia 18.01.2013, data em que realizou a compra de ações CCXC3, tendo em vista que, a despeito de, àquela época, já ter realizado algumas operações no mercado de opções, os negócios realizados no dia 18.01.2013 com CCXC3 representaram as primeiras operações deste comitente no mercado à vista da Bovespa após, pelo menos, um ano e dois meses de inatividade.

321. O segundo dado importante que se verificou em suas operações com CCXC3 nos dias 18 e 22.01.2013, e que chamou atenção pela forma incomum com que foram feitas, foi que o acusado “carregou” posição por dois pregões seguidos: comprou 50.000 ações no dia 18, e depois zerou sua custódia no papel ao vender igual volume no dia 22.

322. O comitente tinha por hábito realizar *day-trades*, fato que pode ser verificado tanto no mercado de opções, no qual operou dessa forma em 97% dos negócios, quanto no mercado à vista, onde somente realizou operações deste tipo, à exceção justamente da própria CCXC3.

323. A Comissão de Inquérito achou relevante ressaltar que, em uma estrutura de uma operação *day-trade*, o investidor fica sujeito basicamente à volatilidade *intraday* e requer dele menor disponibilidade financeira para aplicar, visto que não há necessidade de depósitos de margem, ou pagamento de ajustes diários. Além disso, a liquidação financeira se dá diretamente pela diferença entre a cotação de compra com a de venda.

324. Dessa forma, quando realizou operações como aquelas dos dias 18 e 22, ainda que não tenha sido afetado pela liquidação dos negócios de compra do dia 18, pois isto se daria somente no dia 24, o acusado tinha definitivamente outra percepção do risco a que estava correndo, comparando com a que teve com todas as suas operações do tipo *day-trade*, tipo de operação mais habitual realizada no período analisado.

325. A Comissão de Inquérito concluiu que seu nível de confiança em relação ao comportamento que a cotação de CCXC3 teria nos dois dias que sucederam a sua compra inicial foi bem maior do que em qualquer outra ocasião dentro do período analisado de um ano e meio, bem como com qualquer outro dos ativos com que operou. E o próprio volume financeiro aplicado em CCXC3 no dia 18, no valor de R\$ 107.498,00, reforçaria tal assertiva.

---

<sup>46</sup> Dados retirados do mapa geral de operações e do resumo de operações deste comitente, ambos oriundos da BSM (fls. 1085-1086).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

326. Ademais, a rentabilidade em CCXC3 também se mostrou bastante fora do comum para seus padrões. De todas as ações em que operou no mercado à vista no período de análise, CCXC3 foi de longe a mais rentável, considerando que sua margem de lucro neste papel foi de 65% no período de 18 a 22.01.2013, enquanto seu melhor resultado, neste aspecto, dentre as outras cinco ações, fora de apenas 0,68%, neste caso com OGXP3. Sua rentabilidade média, com estas mesmas cinco ações, ficou 0,06%, que representou R\$ 627,00 de lucro total.

327. Enquanto com CCXC3, Fábio Deslandes obteve um lucro bruto de R\$ 107.498,00, em apenas três pregões de atuação, conforme já mencionado, no mercado de opções, onde concentrava grande parte de seu investimento, e no qual atuou por 90 pregões distribuídos em nove meses, com um giro de R\$ 8.489.788,00<sup>47</sup>, ficou com um prejuízo de R\$ 91.762,00, considerando as 31 opções em que foi possível fazer este tipo de cálculo<sup>48</sup>.

#### II.12.2 TIMING DAS OPERAÇÕES

328. Em relação ao momento em que as operações com CCXC3 foram realizadas, na visão da Comissão de Inquérito, não poderia ter sido melhor para o comitente, pois ele se beneficiou de uma amplitude de cotações de compra e venda das mais favoráveis.

329. Isto se explicaria pelo fato de ter comprado no dia 18.01.2013, quando o mercado ainda não apresentava volatilidade de preço atípica ou abrupta, como a verificada no pregão seguinte (21), e vendido no dia 22, quando os efeitos positivos da divulgação do FR tinham sido absorvidos pelo mercado.

330. O resultado disso foi que com uma cotação média de R\$ 2,15/papel nos negócios efetuados no dia 18, e de R\$ 3,95/papel nas vendas do dia 22, o acusado obteve uma rentabilidade média de 84%, ou de R\$ 1,80/papel, que, considerado o montante operado de 50.000 ações, proporcionou-lhe um lucro bruto relevante de cerca de R\$ 90.000,00<sup>49</sup>.

#### II.12.3 FUNDAMENTOS DAS OPERAÇÕES

331. Em depoimento, o acusado justificou o valor financeiro investido nas ações CCXC3 no dia 18 dizendo que utilizaria o dinheiro que tinha para atuar no mercado e

<sup>47</sup> Valor correspondente a cerca de 76% do total movimentado por ele neste mercado em todo o período de análise, que fora de aproximadamente R\$ 11,2 milhões.

<sup>48</sup> Quantidade de opções compradas foi igual à quantidade de opções vendidas, dentro do período de análise.

<sup>49</sup> Para melhor percepção da relevância do *timing* para o sucesso que alcançou em suas operações com CCXC3 no dia 18.01.2013, não foi considerado nestes cálculos o *day-trade* realizado no dia 21, pelo qual o investidor comprou e vendeu 10.100 ações, e lucrrou R\$ 546,00. Não é demais salientar que este *day-trade* não se comunica mesmo, em termos de resultados financeiros, com as operações realizadas nos dias 18 e 22.01.2013, e, portanto, sua desconsideração para o fim proposto não constitui inadequação nesta análise.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

que, no seu modo de ver, não haveria nada de incomum no valor investido, tendo em vista que já teria operado da mesma forma, ou seja, investindo valores da mesma ordem de grandeza em uma mesma ação e em um mesmo pregão, inclusive com ações do Grupo EBX. Acrescentou que não teria havido nada de específico que o fizesse operar com tal volume, pois estaria acostumado a operar desta forma.

332. Seria certo que o acusado já teria operado “dessa forma”, no que diz respeito ao volume financeiro envolvido em uma única ação, como afirmou, mas também seria verdadeiro que ele não costumava a operar assim antes do dia 18.01.2013.

333. Pela mesma razão, a Acusação reconheceu que o acusado operou com outros papéis do Grupo EBX, conforme afirmou, mas apontou que ele não havia atuado com estes antes de finalizar sua atuação com CCXC3 no pregão do dia 22.01.2013.

334. Suas operações com outros papéis, no mercado à vista, começaram a ser realizadas justamente no dia 22, quando encerrou sua atuação com CCXC3, vendendo o volume que havia comprado antes. Esta divisão temporal entre as operações com CCXC3 e as outras ações se deu inclusive no transcurso daquele pregão, visto que realizou primeiramente os negócios de venda de CCXC3 às 10h38, para só então começar a operar com outro papel, no caso OIBR4, às 10h55 daquele dia.

335. Já sua atuação no mercado de opções começou antes, em 11.09.2012, e, apesar de ter carregado posição em três oportunidades, no período que antecedeu o pregão de 18.01.2013, os valores envolvidos nestas ficaram bastante aquém daqueles transacionados com o papel CCXC3 nos dias 18 e 22.01.2013. Sua aplicação média nestas operações, por exemplo, foi de cerca de R\$ 7.800,00, e a máxima de R\$ 12.000,00, que correspondem a 7% e 11% do volume financeiro investido em CCXC3 no dia 18.

336. Como justificativa para as operações de compra no dia 18.01.2013, o acusado se limitou a dizer que o papel tinha caído muito, tendo sido esta sua única motivação para a compra.

337. A Comissão de Inquérito ressaltou, em relação ao preço da ação, que, em pregões anteriores, ele já havia estado em patamares tão ou mais baixos que a cotação média dos seus negócios de compra calculada para o dia 18, sem que isto tivesse despertado no investidor interesse na sua aquisição.

338. Em relação ao modo como operou com CCXC3 nos dias 18 e 22.01.2013, quando assumiu posição compradora por dois pregões sucessivos antes de sair do papel, diferentemente de seu *modus operandi* mais comum, de efetuar *day-trades*, conforme fez no mercado de opções desde a semana anterior e conforme viria a fazer no mercado à vista, a partir do dia 22, Fábio Deslandes disse que, após a realização dos negócios do dia 18, teria ouvido, por meio de boatos, que haveria uma possível recompra ou fechamento de capital, e que em função desses boatos teria resolvido segurar o papel, aliado a isso





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

teria verificado que o papel estava com uma alta expressiva, o que o teria feito aguardar para tomar a decisão de venda.

339. Apesar da justificativa de “boato” apresentada, outra atuação desse investidor em CCXC3 chamou atenção da Comissão de Inquérito pela falta de relação lógica. Isto porque, no dia 21.01.2013, data de divulgação do FR, e já no final do pregão, o acusado realizou *day-trade* de 10.100 ações, atuando, portanto, do modo corriqueiro com que operou ao longo de todo o período de análise. Se não foi possível inferir sobre o seu intento ao realizar esse *day-trade*, a Comissão de Inquérito afirmou que ele não teria qualquer conexão com as operações efetuadas com o papel nos dias 18 e 22, o que as destoaria ainda mais de todos os demais negócios que efetuou no período, e reforçaria o seu caráter único e atípico.

#### II.12.4 CONTRADIÇÕES

340. Além disso, a Comissão de Inquérito achou importante destacar outra contradição detectada entre uma afirmativa externada em depoimento, e um documento, juntado aos autos em momento posterior. O investidor alegou que definia o volume financeiro a investir em determinada ação de acordo com o caixa disponível em cada momento, independente do papel. Entretanto, ao se analisar o seu extrato de conta corrente na Gradual (fls. 741-742), para o período de análise, notou-se que esse investidor não tinha restrição em relação a valores para poder operar. Isto porque, em vários momentos sua conta ficou negativa aguardando a liquidação de alguma outra operação ou transferência de dinheiro.

341. Diante disto, concluiu-se que Fábio Deslandes não teria, a princípio, limitação de valores para operar, pois não precisaria depositar qualquer quantia em dinheiro para dar de garantia à operação executada. A Acusação ressaltou que foi exatamente o que aconteceu com CCXC3, vez que realizou a operação de compra no dia 18, mas não depositou o dinheiro. Ele esperou a liquidação no dia 22.01.2013 para saldar o débito existente, demonstrando a elevada expectativa que tinha de reverter a operação do dia 18 em pouco tempo.

342. Dessa forma, considerando o conjunto de indícios detectados, dentre eles, (i) o excelente *timing* de entrada no papel, em 18.01.2013; (ii) a atipicidade nas operações executadas com CCXC3, diferenciando-se de seu *modus operandi* característico para o período, baseado em operações do tipo *day-trade*; (iii) a rentabilidade de 65%, extremamente elevada e incomum para seus padrões; (iv) a fundamentação inconsistente e incoerente apresentada; e (v) as contradições, principalmente, no que se refere ao modo que determinava os volumes financeiros de suas aplicações, a Comissão de Inquérito concluiu que as operações com ações de emissão de CCX realizadas por Fábio Deslandes, que lhe propiciaram um lucro bruto de R\$ 90.548,00, teriam sido realizadas com uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

### III. CONCLUSÃO DA COMISSÃO DE INQUÉRITO

343. A Comissão de Inquérito concluiu que os indícios levantados confluíam, de maneira firme e convergente, para a conclusão de uso de informação privilegiada por parte dos comitentes elencados acima, em violação ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 combinado com a primeira parte do artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

344. A Acusação destacou que, na presente hipótese, o fato de não ter sido identificada a fonte primária da informação relevante não esvaziaria os fundamentos da acusação, uma vez que, conforme entendimento já sedimentado nesta CVM, a configuração do ilícito do uso indevido de informação privilegiada não depende necessariamente da prova do acesso à informação, exigindo-se, no entanto, uma pluralidade de indícios que denotem que a negociação se deu com base em informação privilegiada<sup>50</sup>.

345. Ademais, a Comissão de Inquérito destacou que há muito se admite, no âmbito da CVM, a prova indireta para se chegar à conclusão sobre o uso indevido de informações privilegiadas já que a prova direta seria praticamente inviável. A respeito do papel da prova indireta na investigação e julgamento de ilícitos complexos, como é o caso daqueles contra o sistema financeiro e o mercado de capitais, ressaltou que a doutrina reconhece a importância da prova indireta em tais situações uma vez que dificilmente existe prova direta que demonstre todas as elementares do ilícito.

346. Nesse sentido, a jurisprudência no âmbito da CVM é uníssona em reconhecer o indício como legítimo e suficiente meio de prova:

“Como bem apontado pelo Relatório da Comissão de Inquérito, em caso de *insider trading* é natural que a acusação se dê por indícios uma vez que "dificilmente existirá uma prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação", sendo a prova indiciária equivalente a qualquer meio de prova dado o princípio do livre convencimento do julgador, cuja decisão obrigatoriamente será motivada”.<sup>51</sup>

“Como já tive oportunidade de explicitar em 2004, no sistema brasileiro não há hierarquia das provas e todas têm o mesmo valor, determinante é que os indícios sejam vários, fortes e convergentes, suficientes a sustentar uma condenação.

Nesse aspecto, concordo parcialmente com a defesa que nos casos envolvendo pessoas não profissionalmente ligadas à companhia cabe ao acusador demonstrar o acesso à informação. Isso porque entendo, como

<sup>50</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2005, julgado em 07.10.2008 e confirmado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) em 23.02.2013 (Recurso nº 12.358).

<sup>51</sup> Processo Administrativo Sancionador nº CVM 10/2008, julgado em 23.11.2010.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

explicitado acima, que tal acesso pode ser demonstrado por meio de provas indiciárias suficientes a sustentar uma condenação.”<sup>52</sup>

347. Por fim, a Comissão de Inquérito destacou que, mesmo no direito norte-americano, onde é reconhecida majoritariamente a necessidade de identificar um informante dentro da companhia, diferente do que se passa no Brasil, há diversos precedentes que admitem a prova indiciária para a demonstração do acesso à informação privilegiada:

U.S. Supreme Court: "Circumstantial evidence is not only sufficient, but may also be more certain, satisfying and persuasive than direct evidence." *Michalic v. Cleveland Tankers, Inc.*, 364 U.S. 325, 330 (1960).<sup>53</sup>

[...] The Commission need not show direct evidence of the transmission of material, non-public information in order to establish that a defendant engaged [...] in *insider trading*. Circumstantial evidence (such as contacts between the trader and persons with possession of the material, non-public information, the suspicious *timing* of the trades, and the offering of implausible reasons for the trades) may support an inference that *insider trading* has, in fact, occurred. *U.S. v. Mc Dermott*, 245 F.3d 133, 138 (2d Cir. 2001); *SEC v. Singer*, 786 F. Supp. 1158, 1164 (S.D.N.Y. 1992); *SEC v. Musella*, 578 F. Supp. 425, 441 (S.D.N.Y. 1984).<sup>54</sup>

348. No presente caso, a Comissão de Inquérito considerou que foram colacionados aos autos indícios suficientemente hábeis a demonstrar que os acusados estavam previamente cientes da notícia que somente foi divulgada ao final do dia 21.01.2013, dentre os quais se destacam: (i) o excelente *timing* de entrada no papel, em diversas datas compreendidas entre 17.01.2013 a 21.01.2013; (ii) a atipicidade nas operações executadas; (iii) as fundamentações inconsistentes e incoerentes apresentadas pelos acusados em seus depoimentos e; (iv) finalmente, a existência de vínculos dos comitentes entre si e com pessoas ligadas à Companhia.

349. A partir de tais evidências, considerar-se-ia configurado o acesso privilegiado à informação relevante pelos acusados, que dela fizeram uso por meio de operações de compra de CCXC3, tendo ao final obtido, somados todos os ganhos individuais, um lucro bruto estimado de R\$ 3.058.832,65, conforme tabela a seguir:

<sup>52</sup> Processo Administrativo Sancionador nº CVM 19/2009, julgado em 07.06.2011.

<sup>53</sup> Consulta em <http://supreme.justia.com/us/364/325/case.html>, no dia 05.11.2007.

<sup>54</sup> Documento referente à decisão judicial envolvendo um caso de *insider trading* da UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE EASTERN DISTRICT OF PENNSYLVANIA, disponível e consultado, em 05.11.2007, no endereço <http://www.paed.uscourts.gov/documents/opinions/05d0428p.pdf>

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)**Tabela 12: Lucro estimado de cada acusado.**

<b>Acusado</b>	<b>Datas das Operações</b>	<b>Lucro estimado</b>
Lars Fuhrken Batista	21.01.2013	R\$ 14.947,00
Achilles Balsini	21.01 a 28.02.2013	R\$ 282.786,00
Marcos Virzi	17 a 29.01.2013	R\$ 1.165.411,00
GEB Participação e Administração. S.A.	18, 21 e 22.01.2013	R\$ 130.562,00
Francisco Borges de Souza Dantas	21 e 22.01.2013	R\$ 125.770,00
Francisco Eduardo de Souza Dantas	21.01 a 26.03.2013	R\$ 81.201,65
Leonardo Brunet Mendes de Moraes	21 e 22.01.2013	R\$ 27.800,00
Sérgio Savelli de Menezes	21 e 22.01.2013	R\$ 48.746,00
Fundo Blue Marlin (Gestores: Normandia Investimentos, Bernardo de Araújo e Marcelo de Moraes)	21.01. a 06.02.2013	R\$ 774.060,95
Fernando Henrique Frare Bertin	18, 21 e 22.01.2013	R\$ 317.000,00
Fabio Deslandes	18, 21 e 22.01.2013	R\$ 90.548,00
<b>TOTAL</b>		<b>R\$ 3.058.832,60</b>

**IV. RESPONSABILIDADES**

350. Diante de todo o exposto, a Comissão de Inquérito concluiu que devem ser responsabilizadas as seguintes pessoas:

a) **Lars Fuhrken Batista**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

b) **Achilles Balsini**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

c) **Marco Aurélio Virzi**, na qualidade de cotista único do Fundo de Investimento Multimercado Extreme V Crédito Privado, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em negócios deste fundo com ações de emissão da CCX em infração ao



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

d) **GEB Participações e Administração S.A.**, atualmente denominada **RAV 13 Administrações e Participação EIRELI**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

e) **Renato André Vodovoz** por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em negócios realizados com ações de emissão da CCX em benefício de GEB Participações e Administração S.A. em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

f) **Francisco Borges de Souza Dantas**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

g) **Francisco Eduardo de Souza Dantas**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

h) **Leonardo Brunet Mendes de Moraes**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

i) **Sérgio Savelli de Menezes**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

j) **Marlin Gestão de Recursos Ltda.**, atualmente **Normandia Investimentos Ltda.** (“Normandia Investimentos”), por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em negócios realizados com ações de emissão da CCX, em benefício de Blue Marlin Master Fundo de Investimentos em Ações em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

k) **Bernardo Werther de Araújo**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em negócios realizados com ações de emissão da CCX, em benefício de Blue Marlin Master Fundo de Investimentos em Ações em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

l) **Marcelo dos Reis de Moraes**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em negócios realizados com ações de emissão da CCX, em benefício de Blue Marlin Master Fundo de Investimentos em Ações em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002;

m) **Fernando Henrique Frare Bertin**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX na em infração ao disposto no §4º do artigo 155



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002; e

n) **Fabio Deslandes**, por utilizar informação relevante ainda não divulgada, em seus negócios com ações de emissão da CCX em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, qualificada como grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por força do disposto no art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002.

**V. FATOS POSTERIORES**

351. Em 29.12.2015, o BNY Mellon, antigo administrador do Opus Ações II Master Fundo de Investimento de Ações (nova denominação do Blue Marlin) protocolou manifestação (fls. 1483) atestando que:

a) em Assembleia Geral de Cotistas (“AGC” – fls. 1484-1489) realizada em 09.03.2015, foi aprovada a incorporação, na abertura de 18.03.2015, do Blue Marlin pelo Opus Ações Master Fundo de Investimento de Ações (“Fundo Incorporador”);

b) posteriormente, em AGC também realizada em 09.03.2015 (fls. 1490-1492), o Fundo Incorporador teve sua administração transferida para a Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda (“Atual Administrador”).

352. Desse modo, solicitou que nova intimação fosse feita em relação ao Atual Administrador.

353. Em 23.02.2016, a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) emitiu parecer (fls. 1554-1556) acerca da necessidade de se realizar nova intimação em face do acusado Blue Marlin no âmbito do presente processo, apontando que a resposta à solicitação da BNY Mellon exigia a análise da responsabilidade do Fundo Incorporador pelos atos praticados pelo incorporado.

354. Conforme explicitado pela PFE no parecer:

A incorporação de empresa ou fundo realizada em data posterior ao período de apuração de irregularidade pela Administração Pública, salvo melhor juízo e dadas as peculiaridades do caso concreto, tem o condão de afastar a responsabilidade da incorporadora sobre os atos anteriormente praticados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

355. Quanto a isso, a PFE ressaltou que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) já se pronunciou<sup>55</sup> no sentido de que a extinção da pessoa jurídica incorporada acarreta também a extinção de punibilidade, não podendo a punição decorrente ser imputada à pessoa jurídica sucessora, ressalvados os casos em que a integração econômica ocorrer antes da instauração do processo administrativo com a finalidade de burlar a lei ou para escapar do sancionamento.

356. No presente caso, a PFE considerou, consoante as informações e documentos constantes da consulta, que a incorporação ocorreu em 09.03.2015, momento posterior ao período analisado no presente processo. Revelar-se-ia, portanto, evidente a necessidade de se excluir a responsabilidade do Fundo Incorporador, tendo em vista que as circunstâncias expostas não estariam aptas a demonstrar a ocorrência de utilização de integração econômica como uma manobra para escapar de sancionamento<sup>56</sup>.

357. Pelo exposto, a PFE entendeu não ser necessária nova intimação em face do Opus Ações Master Fundo de Investimento de Ações (atualmente administrado pela Intrag) e que, em razão do ocorrido, a responsabilidade pelo ilícito deveria recair somente sobre a entidade Marlin Gestão e os responsáveis pela tomada de decisão (Bernardo Araújo e Marcelo Moraes).

358. Nesse sentido, ressaltou a necessidade de a Comissão de Inquérito retificar o Relatório de Inquérito de modo a excluir a acusação em face do Blue Marlin, mantendo-se a acusação em relação à entidade Marlin Gestão e os referidos responsáveis.

359. Em 03.03.2016, a Comissão de Inquérito retificou (fls. 1559) o Relatório de Inquérito para que, mantidos os demais termos, fosse excluída a acusação do fundo Blue Marlin.

## **VI. DEFESAS**

### **VI.1. LARS BATISTA**

360. Quanto aos fundamentos de suas operações, Lars Batista argumentou que sua decisão de adquirir ações de emissão da CCX em 21.01.2013 teria se dado em virtude de informações amplamente divulgadas ao público em geral sobre a possível movimentação estratégica e/ou venda de até 30% de ativos pela qual passaria a CCX, sem qualquer influência de informações não divulgadas ao mercado.

---

<sup>55</sup> Acórdão 3.979/2003 – Recurso 4320 – Processo 0001028976 – Recurso de Ofício: Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Banco ABN Amro Real S.A (incorporador do Banco Real S.A). Relator: Conselheiro Maurício Lucena do Val; Revisor: Conselheiro André Luiz Dumortout de Mendonça.

<sup>56</sup> A defesa indicou que entendimento semelhante foi verificado no julgamento do PAS CVM nº RJ 2010/9129.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

361. Nesse sentido, teria tomado a decisão de investimento a partir (i) dos rumores noticiados pela mídia; (ii) da forte valorização na cotação das ações de emissão da CCX nos pregões dos dias 16, 17 e 18.01.2013; e (iii) do comportamento do Grupo X, que era muito ativo em transações com seus ativos listados em bolsa e cujas transações, em regra, eram precedidas de rumores que provocavam a oscilação atípica no preço das ações das empresas do grupo.

362. Ao contrário do afirmado pela Acusação, as informações prestadas em seu depoimento de 24.11.2014 (fls. 954-958) estariam em linha com aquilo que já havia sido adiantado sinteticamente na resposta ao ofício da GMA-1 (fls. 78-81).

363. O acusado estaria passando por uma fase pessoal extremamente delicada em razão do frágil estado de saúde, o que justificaria as vendas de ações da CCX recebidas a título de bônus, bem como o *day trade* de pequeno valor, que não seria nada mais do que uma oportunidade de obter lucro em bolsa de valores.

364. Ademais, a despeito do saldo superior de R\$ 1.100.000,00 de que dispunha em sua conta da XP, o acusado teria decidido adquirir apenas R\$ 50.000,00 em ações de emissão da CCX, tendo auferido lucro inferior a R\$ 15.000,00.

365. Quanto à tipicidade de suas operações, destacou que seria remunerado com ações das companhias do Grupo X, prática comum de mercado e do referido grupo. Portanto, seria necessária a negociação das ações para realização de parcela do seu salário.

366. Para que pudesse vendê-las, porém, o acusado precisava primeiro adquiri-las por meio de exercício de opção de compra previsto no Contrato de Opção de Compra (“Contrato” – fls. 2293-2304) e em volume bastante próximo ao volume de ações negociados no dia 21.01.2013.

367. Também conforme o Contrato, as vendas das ações adquiridas em razão do exercício de opção de compra só poderiam ser realizadas após 28.02.2012, o que justificaria o momento em que se desfez de sua participação na CCX.

368. Em relação ao *timing* de suas operações, o fato de o acusado ter se desfeito de sua participação acionária na CCX antes da divulgação do FR apenas demonstraria que ele não recebeu informação relevante e sigilosa. Caso contrário, teria aguardado a divulgação do FR parara maximizar seus lucros detendo um volume maior de ações da Companhia.

369. Sendo ele irmão de E.B., obviamente não nutriria a ilusão de que uma negociação sua com ações de emissão do Grupo X pudesse passar despercebida. Se o acusado estivesse de fato em posse de informação privilegiada teria adquirido ações nos dias anteriores a 21.01.2013, aproveitando-se da trajetória de baixa das ações em janeiro de 2013 e tendo em vista que E.B. e seus assessores jurídicos e financeiros já teriam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

conhecimento do intuito de realização de OPA para fechamento do capital da CCX desde 10.01.2013.

370. Desse modo, se tivesse realmente recebido um *tip*, o acusado teria (i) negociado volume maior de ações; (ii) emitido a ordem de compra em data anterior a 21.01.2013; e (iii) ordenado a venda em data posterior à publicação do FR.

371. Refutou a alegada “proximidade” entre ele e L.A.C., alegando que o contato entre os dois estaria restrito à atuação como membros do CA da Ideiasnet e que o mandato de L.A.C. se encerrou mais de oito meses antes do FR.

372. Sobre o fato de a Acusação ter considerado a contratação do escritório Lefosse como indício de utilização de informação privilegiada, aponta que esta contratação somente se deu em 18.11.2014, 22 meses após seu *day trade* com CCXC3, e considera absurda a hipótese da Acusação.

373. Da mesma forma, o vínculo do acusado com Achilles Balsini não autorizaria a Comissão de Inquérito a presumir e concluir que, com base em um relacionamento profissional, houve transferência e utilização de informação privilegiada. Não existiria no Relatório de Inquérito qualquer indício ou prova que corroborasse esta conclusão.

374. Dessa maneira, não estariam presentes os quatro requisitos essenciais para a configuração da prática de *insider trading*, quais sejam:

- a) o acusado não teria conhecimento da intenção de E.B. de fechar o capital da CCX, conhecendo apenas (i) rumores da mídia; (ii) forte valorização na cotação das ações no pregões dos dias 16, 17 e 18.01.2013; e (iii) o comportamento do Grupo X que seria muito ativo em transações com seus ativos listados e cujas transações, em regra, seriam precedidas de rumores que provocariam oscilação atípica;
- b) estas informações encontrar-se-iam, portanto, disseminadas no mercado;
- c) sem acesso à informação de forma privilegiada, sequer seria possível sua utilização em negociação de valores mobiliários; e
- d) não teria havido intenção de auferir vantagem indevida.

375. A defesa destacou também as notícias veiculadas em setembro e em novembro de 2012 (fls. 2263-2289) que anunciaram abertamente a intenção da CCX em celebrar negócio com parceiro estratégico no final daquele ano.

376. Quanto à operação de 21.01.2013, a defesa esclareceu que o acusado não teria ficado “subitamente” confortável com seu investimento. Ele, na verdade, diante de todas as notícias identificadas na internet, teria constatado a forte possibilidade de se verificar uma transação envolvendo a Companhia e, em vista da oportunidade de ganho, teria



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

realizado o *day trade*. Afirmou ainda que seu perfil de investimento ainda estaria sob influência psicológica de seu quadro de saúde.

377. Tais circunstâncias seriam suficientes para justificar:

a) sua opção de investir apenas R\$ 50.000,00 em ações da CCX no dia 21.01.2013, muito embora dispusesse de mais de R\$ 1.100.000,00 (fls. 2291-2292);

b) o fato de o acusado, algumas horas *após* ter emitido a ordem de compra das ações de emissão da CCX e ter verificado um ganho percentualmente relevante, ter optado pela venda; e

c) a não-realização de investimentos em nenhuma outra companhia no período por não ter identificado direcionamento claro de estratégia em nenhuma outra das que acompanhava.

378. A defesa destacou que surpreendente seria se o acusado soubesse o que iria acontecer antes da divulgação do FR e, por essa razão, tivesse decidido negociar com ações de emissão da CCX em 21.01.2013. Aí, sim, ele seria um *insider*.

379. Na verdade, Lars Batista teria uma expectativa de movimentação estratégica capaz de influenciar positivamente a Companhia mas, como não estaria em posse de informação relevante, teria dúvidas sobre o investimento em CCX, o que o teria levado a investir um valor baixo e se desfazer do investimento poucas horas depois.

380. Quanto ao e-mail enviado à XP determinando a venda das ações de emissão da CCX, a defesa de fato reconheceu que teria sido descompromissado e superficial, como apontou a Comissão de Inquérito. Isso porque como o corretor costumaria questionar as razões que pautavam as decisões de desinvestimentos, o acusado teria se antecipado para evitar ter que expor suas razões de foro íntimo a um indivíduo com o qual não teria nenhuma intimidade.

381. O número de ações alienadas pelo acusado em 2012 (21.141) foi praticamente o mesmo adquirido em 21.01.2013 (21.800), o que demonstraria a manutenção de seu padrão de conduta.

382. Seu vínculo com a CCX seria distante: apesar de a Companhia ser ligada a empresas do Grupo X, tendo em vista seu controle comum, a atividade desenvolvida pelo acusado não teria qualquer função relacionada aos negócios da CCX.

383. Além disso, na época em que o acusado prestava serviços ao Grupo X, existiria total separação física entre os locais em que ele exercia seu trabalho e o local onde as decisões eram tomadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

384. A Acusação não teria sido capaz de apontar um elemento sequer que autorizasse a conclusão de que E.B. e o acusado trocavam informações negociais sobre o desenvolvimento das companhias do Grupo X.

385. O posicionamento amplamente consolidado nas decisões sobre *insider* no Colegiado da CVM aponta que uma simples relação de parentesco não pode, por si só, sustentar uma condenação por um ilícito tão grave.

386. Da análise das atas das reuniões do CA da Ideiasnet, seria possível perceber que o acusado e L.A nunca estiveram presentes em uma mesma reunião (fls. 2319-2570).

387. Já quanto à sua relação com Bernardo Araújo, esta se limitaria à participação na reunião do CA em 11.08.2011 por ocasião da eleição de ambos. Conforme as atas das reuniões de CA, os dois nunca mais estiveram juntos em nenhuma reunião depois de tal data.

388. Já Achilles Balsini e o acusado possuiriam relacionamento profissional, mas nunca discutiriam seus respectivos investimentos.

389. Enquanto o acusado optou por realizar *day trade*, Achilles Balsini vendeu o lote de ações adquirido em 21.01.2013 em três pregoes consecutivos (26, 27 28.02.2013), ou seja, cerca de um mês após sua entrada no papel. Além disso, enquanto o acusado decidiu comprar apenas R\$ 50.000,00 em ações de emissão da CCX, Achilles Balsini teria optado por investir quantia bastante superior de R\$ 483.714,00.

390. Em referência a empresa Landser, sociedade entre o acusado e Achilles Balsini, a defesa afirmou que esta estaria inativa tanto à época dos fatos investigados como no ano em que o acusado prestou depoimentos em Florianópolis (24.11.2014) (fls. 2571-2573).

391. A sociedade entre Achilles Balsini e o acusado nas empresas Wotan e Superfoods foi constituída em 01.07.2013 (fls. 1307), ou seja, meses após a divulgação do FR. Portanto, não serviria ao propósito de atestar a relação entre eles. Ambas seriam “empresas que não saíram do papel” (fls. 2574-2601).

392. A Superfoods, na verdade, tornou-se operacional após o fim da sociedade entres os dois, sendo hoje o veículo utilizado pelo acusado para desempenho de sua principal atividade, a de importação de alimentos orgânicos da Alemanha (fls. 957).

393. Já a participação de Achilles Balsini na B&B Consultoria teria ensejado a distribuição de lucros, utilizados pelo acusado em 2012 para fazer frente às suas despesas com saúde.

394. A Acusação de que o acusado teria tentado se esquivar de prestar esclarecimentos sobre os fatos investigados seria inadmissível, em especial à luz do fato



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de que o acusado compareceu na data e local marcados, em que pese o pedido de alteração da data do depoimento.

395. Por fim, a defesa fez um pedido de requerimento de oitiva de testemunhas no rol em anexo (fls. 2262), destinadas a comprovar a inexistência dos vínculos profissionais e pessoais alegados pela Comissão de Inquérito e o distanciamento do acusado do Grupo X por razões de saúde.

VI.2. ACHILLES BALSINI

396. 22.03.2016, Achilles Balsini protocolou defesa, na qual descreveu a acusação e prosseguiu argumentando que seria um aplicador de bolsa consistente, atuando no mercado desde 2003, inclusive no mercado de minicontratos futuros de Ibovespa, variando a intensidade de acordo com sua disponibilidade de recursos e de tempo para acompanhar o mercado (fls. 3095-3110).

397. A análise da planilha das operações de mini Ibovespa realizadas pelo acusado enviada pela XP demonstraria que a Acusação não se equivocou já que a modalidade de investimento era razoavelmente usada por ele nos anos que antecederam o FR.

398. Ademais, a defesa destacou que o acusado nunca teria afirmado que em torno daquele período realizou outras operações com valores próximos ao investido na CCX porque teria usado recursos próprios de distribuição de lucros de empresa investida para realizar aquele específico investimento (fls. 952).

399. Seria razoável admitir que um indivíduo, por razões de cunho pessoal e sendo experiente investidor, identificasse e investisse certa disponibilidade de recursos próprios em ativos que, no seu julgamento, teriam potencial de valorização.

400. Ressaltou também que as declarações foram prestadas em fins de 2014 (24.11.2014), ou seja, quase dois anos depois da ocorrência dos fatos e, mesmo assim, não haveria nenhuma imprecisão capaz de indicar qualquer conduta desconforme.

401. Dias antes da divulgação do FR no dia 21.01.2013, efetivamente ocorreu oscilação atípica no preço dos papéis da CCX, notadamente desde o dia 17.01.2013, fato inclusive ratificado pela própria Comissão de Inquérito.

402. O acompanhamento realizado pelo acusado, somado à movimentação atípica ocorrida nos papéis muitos dias antes da operação de compra indicariam que os fatos noticiados pelo FR apenas no final do dia 21.01.2013 teriam escapado ao controle da Companhia, muito antes daquela data e hora e teriam permitido que diversos investidores fizessem as apostas que julgaram adequadas naquelas circunstâncias.

403. Desde o dia 25.05.2012, o site Exame.com deu conta sobre a possível venda de 30% do capital da Companhia, estudada por seu controlador.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

404. Adicionalmente, em agosto de 2012, surgiu na imprensa mais uma notícia sobre o futuro da CCX divulgada pela Folha e já antecipando o teor do FR do dia 21.01.2013 ao afirmar que haveria expectativas de que a holding EBX fecharia o capital de outras empresas e que os rumores iriam em direção a OSX e a CCX.

405. Meses depois, em 06.12.2012, o Valor Econômico publicou notícia afirmando que a CCX confirmava início de produção de carvão na Colômbia para 2015. Simultaneamente, o DRI da Companhia à época afirmou que a CCX estaria focada na busca de parceiros, destacando que doze empresas estariam com acesso a informações da Companhia, analisando a compra de participação da empresa. Apesar de sua importância, tal notícia não foi objeto de fato relevante pela CCX, mas naturalmente se encontrava disseminada no mercado.

406. O acusado realizou a operação de compra decorridos cinco dias do primeiro incremento significativo de volume por terceiros e valorização dos papéis e, com eles, permaneceu por um longo período de tempo (cerca de 37 dias).

407. A partir do dia 17.01.2013, o preço dos papéis da CCX subiu ininterruptamente e muito mais acentuadamente ao longo do dia 21.01.2013 mas, nem por isso, a Companhia teria sido diligente, pois teria deixado de cumprir com sua obrigação de divulgar notícia objeto de fato relevante.

408. Conforme indicou a defesa, a oscilação relevante do preço dos papéis CCXC3 antes da divulgação do FR foi recentemente objeto de análise da própria CVM, no PAS RJ2013/10321, no qual o Diretor Roberto Tadeu concluiu que restou comprovada a ocorrência de oscilações atípicas com as ações de emissão da Companhia ocorridas a partir de 17.01.2013.

409. A defesa também achou relevante mencionar o depoimento de L.A.C. que informou que teria assessorado E.B. em seus negócios particulares por quase duas décadas. Quando perguntado sobre quais pessoas sabiam da intenção do controlador sobre o objeto do FR do dia 21.01.2013, respondeu que não saberia precisar (fls. 846).

410. Se a própria CVM constatou e penalizou os responsáveis pela total perda do controle das informações objeto do referido FR, seria evidente que o investimento feito por Achilles Balsini não poderia ser objeto de acusação.

411. A venda dos papéis a partir do dia 26.02.2013 depois da divulgação do laudo (25.02.2013) e no momento em que a ação estava cotada no intervalo da avaliação teria ocorrido pelas seguintes razões:

- a) o laudo apontou valor mais baixo do que a relação de troca proposta;
- b) não haveria segurança de que a oferta da OPA permaneceria como indicada em razão da referida avaliação apontada no laudo; 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](http://www.cvm.gov.br)

c) o acusado, na qualidade de investidor, tendo dúvidas sobre se receber ações da holding seria algo atrativo para o futuro, decidiu vender o papel porque não estaria certo e nem poderia adivinhar qual seria o comportamento do valor das ações.

412. O fato apontado pela Acusação como contraditório, de que após a transferência de recursos oriundos da venda da CCXC3 da conta da corretora para contas bancárias de Achilles Balsini sua conta apresentou baixa movimentação nos quatro meses seguintes (fls. 1318), seria compatível com a verdade. Nos referidos meses, o acusado fez investimentos em “fundos próprios da XP”. Tais aplicações foram de longo prazo, de resgate superior a um ano. Daí a baixa movimentação apontada pela Comissão de Inquérito, o que não seria indicador de irregularidade.

413. A quebra de sigilo utilizada pela Comissão de Inquérito teria demonstrado que o acusado ficou com o resultado integral da operação e aplicado tais recursos a seu favor em fundos de renda variável.

414. Quanto aos fatos sobre as relações societárias mantidas entre Achilles Balsini e Lars Batista, a defesa reafirmou os argumentos trazidos pelo outro acusado.

415. Noutro ponto, ressaltou que os recursos obtidos pelo acusado para a compra de ações CCX teriam sido decorrentes de lucros a ele distribuídos pela sociedade B&B, em 2013, devidamente apontados em sua declaração de imposto de renda. Inexistiria qualquer irregularidade sobre o fato.

416. Por fim, seria totalmente descabida a afirmação de que Lars Batista e Achilles Balsini tentaram minimizar seu relacionamento. Os acusados não teriam reais motivos empresariais para ter um relacionamento maior do que aquele que transcendeu.

#### VI.3. MARCO VIRZI

417. Em 21.03.2016, Marco Virzi protocolou defesa, a qual iniciou descrevendo brevemente seu histórico profissional, a fim de ressaltar sua atuação ininterrupta no mercado de ações por mais de 30 anos.

418. Quanto ao mérito, alegou que não haveria nos autos qualquer elemento ou indício que pudesse vinculá-lo a qualquer das pessoas que direta ou indiretamente participaram das reuniões acerca da OPA.

419. Por jamais ter tido qualquer relacionamento com a diretoria ou o controlador das empresas do Grupo EBX, todas as informações e dados sobre a Companhia seriam obtidas pelo acusado através da Mercatto Investimentos e da Nobel, ambas acionistas relevantes da CCX, consoante e-mails informativos de 10.06.2012 a 10.01.2013 (fls. 1644-1722).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

420. No dia 14.01.2013, o acusado enviou e-mail a A.F., na Gávea Investimentos (fls. 1723-1728) questionando várias alternativas que poderiam ser adotadas pela CCX, o que seria mais uma prova evidente de que ele continuava examinando hipóteses de compra ou venda das ações.

421. Não existiria prova mais evidente de que o acusado não tinha qualquer vínculo com a CCX do que, enquanto membros do conselho de administração da Companhia vendiam ações, o acusado comprava (fls. 1729-1732). Nos dias 25 e 28.05.2012, membros do CA da CCX venderam um total de 506.860 ações. Nos mesmos dias, o acusado comprou 1.300.000 ações.

422. Quanto à tipicidade de suas operações, a defesa alegou que o resultado delas teria sido um prejuízo de R\$ 12.250.493,43, (fls. 1746-1752), em valores nominais, sem utilização de indexador, o que implicaria no aumento do prejuízo.

423. Desde a estreia das ações CCX na Bolsa, o acusado sempre teria negociado o papel de forma reiterada, quase diária, e em valores superiores aos negociados nos dias 17 e 18.01.2013.

424. Com relação aos seus vínculos com outros acusados, destacou que a relação com Leonardo Brunet seria meramente social, sem que jamais tivessem conversado sobre CCX ou qualquer ação cotada em bolsa.

425. No tocante a Francisco Dantas, este seria seu amigo pessoal de longa data, sendo que já teriam conversado sobre mercado de ações. Seu filho, Francisco Eduardo, também seria conhecido, mas não teriam falado sobre o mercado.

426. Ademais, confirmou que conhece Renato Vodovoz com quem sempre conversou sobre o mercado no geral. Por fim, ressaltou que seus prejuízos com as empresas do grupo não se limitariam a CCX. Seus prejuízos na MPX, por exemplo, avolumaram a R\$ 10.606.877,42 (fls. 1753-1837).

#### VI.4. RENATO VODOVOZ E RAV 13

427. Em 22.03.2016, Renato Vodovoz protocolou defesa na qual fez breve resumo da acusação e afirmou que em nenhum momento do processo teria ficado claro o caminho percorrido pela informação não divulgada até ele. Ademais, para utilização de medida gravosa de condenar sem a presença de provas materiais, haveria necessidade de que os indícios utilizados como prova indiciária fossem múltiplos e convergentes, eximindo de qualquer dúvida o fato a ser atestado.

428. Nessa linha, para possibilitar sua condenação, a Comissão de Inquérito teria que ter primeiro conseguido provar, de maneira indubitável e irrefutável, que o acusado teve acesso à informação relevante não divulgada. Tal tarefa seria mais árdua, tendo 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](http://www.cvm.gov.br)

vista a impossibilidade de ser utilizada a presunção de conhecimento da informação, pois Marco Virzi (suposto *link*) não era interno da Companhia, nem prestador de serviço, configurando-se apenas como possível *insider* secundário.

429. Em segundo lugar, para alcançar Renato Vodovoz e resultar em sua condenação, a Acusação deveria ter provado que Marco Virzi passou a informação privilegiada ao acusado e que a utilizou para atuar no mercado e auferir lucros. Contudo, a Comissão de Inquérito não teria provado que Marco Virzi teve acesso à informação relevante, nem que a passou ao acusado.

430. A defesa ressaltou que o entendimento do Colegiado da CVM é no sentido de que o simples fato de haver parentesco ou relação de amizade não é suficiente para atestar que a informação foi transmitida. Além disso, por mais que houvesse uma relação pessoal entre os dois, esta não seria transposta para a vida profissional. Marco Virzi seria operador de mercado experiente e operaria volumes consideráveis, não seria mais sócio há anos do acusado, como também não se utilizaria de seus serviços de agente autônomo, operando por corretora diferente daquela para a qual Renato Vodovoz era credenciado.

431. Também não haveria cabimento no argumento de transmissão de possível informação, pois, caso Marco Virzi a transmitisse, convidando o acusado a se utilizar de tal prerrogativa para negociar em vantagem perante o mercado, estaria convidando um candidato de peso para disputar as ordens. A hipótese de Marco Virzi passar para o acusado a suposta informação privilegiada demonstraria uma grande contradição com o contido no Relatório de Inquérito, em que houve uma narrativa detalhada da estratégia de negociação utilizada por Marco Virzi para adquirir ações da CCX sem que o mercado percebesse seu interesse.

432. A própria peça acusatória teria entendido como habituais as operações do acusado com o papel da CCX. Tratar-se-ia de um forte contra indício de conduta ilícita o fato dele não ser um neófito no papel, muito menos no mercado de ações à vista.

433. A Acusação afirmou que o capital investido fugiria do padrão de investimento, mas ao mesmo tempo o elencou em oitavo lugar em um ranking de 44 ações investidas em um período de pouco mais de um ano. Posteriormente, afirmou que a rentabilidade teria sido incomum, mas, conforme apontou a defesa, não chegou sequer a ser a ação mais rentável do período.

434. Ademais, o comportamento esperado de um *insider* seria o de maximizar os retornos, o que, no entanto, não seria a situação fática encontrada pela Acusação no que se refere ao acusado, já que este posicionou seu investimento como oitavo em valores envolvidos e segundo em rentabilidade.

435. Considerando que (i) em 18 minutos do pregão do dia 18.01.2013 já havia sido negociado o equivalente a 14% do volume total do dia anterior; e que (ii) o pregão da BM&F tem 420 minutos de duração, através de uma conta simples, poderia se chegar



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

à *ratio* da operação. Com efeito, em 18 minutos de pregão, o volume de ações negociadas foi de 160.500 ações, logo, multiplicando esse número de ações pela razão entre 420 e 18, chega-se ao volume estimado de 3.745.000 ações ao final do dia.

436. Naquele momento, com apenas 18 minutos de pregão e ainda considerando o elevado volume registrado no dia anterior, já seria possível antever que o papel estava em uma trajetória de alta, acompanhado de um expressivo aumento de liquidez e de volume negociado.

437. Ademais, a defesa observou que a oportunidade de entrada em CCXC3 teria sido interpretada por outros participantes do mercado, sendo inclusive divulgado na internet o entendimento de que a ação representava uma oportunidade única devido ao aumento do volume e liquidez. Com o intuito de reforçar que o gráfico de CCXC3 já apontara tendência favorável para compra, a defesa citou matéria vinculada no site “InfoMoney”, de 22.01.2013, sob o título “Analista já havia recomendado comprar ações da CCX Carvão na sexta-feira” (CD – fls. 1079).

438. Quanto às operações que antecederam o fato relevante de 19.06.2013, a defesa apontou que a Acusação não teria realizado o levantamento de provas ou investigações nas mais de 1400 páginas do processo. Qualquer acusação referente a período diverso do FR de 21.01.2013 seria ilegal, por não ter sido incluído no escopo do IA. Desse modo, a defesa requereu a desconsideração de todas as referências a período diverso do relativo ao FR.

439. Como a Acusação apontou claramente que o vínculo com Marco Virzi seria a fonte para a informação privilegiada de Renato Vodovoz, se Marco Virzi não foi acusado em relação ao período que antecedeu o fato relevante de 19.06.2013, não haveria, por consequência lógica, como Renato Vodovoz ser acusado de ilegalidade em suas operações no referido período.

440. Por fim, afirmou que não haveria prova ou indício de que o acusado recebeu informação privilegiada de quem quer que seja em ambos os períodos que antecederam os fatos relevantes de 21.01.2013 e 19.06.2013. Logo, a única constatação que haveria é a de que Renato Vodovoz operou como de costume no mercado, em consonância com seu perfil de operações, em volume e valor condizente com seu *modus operandi* e auferiu lucros expressivos, pois acertou o *timing* de suas operações.

#### VI.5. FRANCISCO DANTAS

441. Em 22.03.2016, Francisco Dantas protocolou defesa breve na qual arguiu que sua vida profissional estaria ligada ao mercado financeiro tendo, inclusive, sido presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro entre 1989 e 1992.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

442. Além disso, não manteria qualquer vínculo profissional ou social com nenhuma das pessoas listadas às folhas 49-51, sendo que, pelo que pode depreender do Relatório de Inquérito, teria tido seu nome incluído no presente processo em razão de sua relação de amizade com Marco Virzi, já que ambos seriam sócios do mesmo clube (Gávea Golf).

443. No entanto, Marco Virzi não participaria da administração da CCX, de modo que o acusado assumiria posição totalmente secundária e afastada dos protagonistas da informação.

444. Quanto à tipicidade de suas operações, afirmou que sua operação de compra de ações de emissão da CCX seguiria o mesmo padrão das negociações realizadas por ele nos três anos anteriores.

445. O fato de não ter negociado com ações nos dois anos anteriores à negociação analisada teria se dado em razão de sua falta de recursos e liquidez, de modo que, à época de sua defesa, ele estaria providenciando seus extratos bancários para comprovar tal afirmação.

446. No final de novembro de 2012, após vender seu último ativo imobiliário, teria passado a ter recursos disponíveis para investir no mercado de ações (fls. 3221-3247). Investiu em CCX porque confiaria nas diretrizes do acionista controlador e acreditaria na informação divulgada ao mercado alguns meses antes de que havia forte possibilidade de a Companhia vender sua principal mina localizada na Colômbia (fls. 3248-3249). O acusado teria acreditado que tal venda pudesse realmente ocorrer porque o controlador contratou o J.P Morgan como *adviser* para assessoramento nessa venda (fls. 3250-3252). A decisão de venda no dia seguinte teria ocorrido justamente pelo fato de, a partir da divulgação do FR, ficar claro que tal venda não seria concretizada.

447. Analisando suas posições de compra em ações da MPX nos anos anteriores, verificar-se-ia um perfeito alinhamento entre o valor financeiro e a forma de negociação do papel (fls. 3253-3255). Sua compra de papéis da MPX foi feita uma única vez, ou seja, a mercado, como feito com as ações da CCX.

448. Para ele, tratar-se-ia de posição em ações da CCX advinda da venda iminente da mina de carvão, fato que poderia levar a ação ao patamar de R\$ 20,00.

449. Se ele realmente estivesse de posse de informação privilegiada, não teria comprado ações da Companhia no momento em que de fato foram compradas, quando já havia tido valorização de mais de 20% no papel.

450. Quanto ao seu cargo na OSX, o acusado destacou que suas operações foram realizadas em janeiro de 2013, mas que somente ingressou no conselho de administração da companhia em dezembro do mesmo ano (fls. 3256-3257).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

451. Por fim, argumentou que continua detentor de cotas do capital social da Cambial Participações Ltda., sucessora da Cambial CCTVM, na qual os valores contábeis das referidas cotas representam mais de 90% do seu patrimônio declarado na ficha cadastral da corretora Geração Futuro, mas que ao mesmo tempo não possuiria nenhuma liquidez que possibilitasse a aplicação de recursos no mercado financeiro (fls. 3258-3269).

### VI.6. FRANCISCO EDUARDO

452. Em 23.03.2016, Francisco Eduardo protocolou defesa na qual descreveu brevemente seu histórico profissional, a fim de ressaltar que sempre teria operado no mercado de valores mobiliários com base em relatórios produzidos por analistas, conjuntamente com outras informações do mercado advindas de reuniões; eventos promovidos por departamentos de relações com investidores; entendimentos e posicionamentos divulgados pelas companhias; e, também, conversas com gestores, agentes autônomos e operadores.

453. Paralelamente à sua atuação profissional, o acusado também realizaria operações no âmbito de sua carteira particular. Por não ter que observar regras regulatórias de enquadramento e respeitar políticas de investimento, a forma de alocação do patrimônio de sua carteira particular nem sempre guardaria semelhança com as carteiras dos fundos administrados por ele.

454. À época da operação com ações da CCX, o acusado já poderia ser considerado investidor experiente com mais de dez anos de atuação no mercado e, inclusive, credenciado perante a CVM para o exercício profissional da atividade de administração de carteira.

455. Em termos de perfil, poderia ser considerado um investidor de perfil agressivo, de alto risco, com histórico de operações nas quais operou mais alavancado do que na operação com CCX.

456. Com base em notas de corretagem que anexou à defesa, referente a operações realizadas entre 2008 a 2014 (fls. 1897-2042), Francisco Eduardo alega já ter operado volumes financeiros significativos e realizado operações envolvendo compra de ações de diversas emissoras, à vista e a termo. Aduz que seu histórico demonstraria um perfil de operações pontuais, concentrada em poucos papéis e, em alguns casos, altamente alavancadas, anexado relatório de intermediário produzido para a BSM (CD – fls. 1137), onde consta que Francisco Eduardo declarou, em 27.06.2012, possuir perfil de alto risco.

457. A defesa destacou que, desde 2008, em sua atividade de gestor de fundos de investimento, o acusado já acompanhava e realizava investimentos em companhias do Grupo X, em especial, MPX, OSX e CCX, como poderia ser comprovado pela análise



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

das carteiras de valores mobiliários dos fundos que anexa (fls. 2043-2080). Acrescentou que, no âmbito de sua carteira particular, conforme as notas de corretagem que anexa (fls. 1897-2042), também pode ser verificado Francisco Eduardo já investia, analisava e acompanhava as operações realizadas pelo Grupo X há mais de quatro anos antes da operação com ações da CCX.

458. Nesse sentido, a defesa traz exemplos de operações que Francisco Eduardo teria realizado ou analisado, envolvendo ações de emissão de companhias do Grupo X.

459. Entre 2010 e 2011 os fundos geridos por ele montaram posição comprada em ações da OGX, considerando a expectativa de rentabilidade da companhia. Analisando o comportamento do mercado e a repentina queda do preço das ações da referida companhia, o acusado teria deduzido que o agendamento de reuniões com analistas de *sell side* previamente à divulgação do relatório somente poderia indicar que seu conteúdo frustraria a alta expectativa do mercado, o que o teria levado a vender (no pregão seguinte – 18.04.2011) toda a participação dos fundos que geria em ações da OGX. Esse fato, por sua vez, demonstraria claro entendimento da dinâmica do mercado por parte dele.

460. Quanto a MPX, o acusado acompanharia a cotação dos ativos diariamente em razão de ter aplicado recursos tanto de sua carteira particular, quanto dos fundos que geria. O comportamento da quantidade de negócios e volume de negociação dos papéis não teria lhe passado despercebido.

461. Em relação à LLX, embora não tivesse operado com ações da companhia no período do evento societário, o acusado acompanhou, entre maio e julho de 2012, a iniciativa frustrada de promover o fechamento de capital da LLX, que, apesar de parecer um fracasso do controlador, teria evidenciado sua estratégia de proteger o valor de suas companhias. Por meio da OPA, o controlador teria conseguido elevar o valor da LLX em bolsa e, ainda, trazer a público um laudo elaborado por avaliador independente, a pedido dos acionistas minoritários, que justificava uma avaliação generosa para a companhia. O acusado teria acompanhado esse movimento, mas não teria operado por ter dúvidas em relação à capacidade de E.B. de atrair capital para o projeto da LLX.

462. Já quanto à CCX, conforme havia declarado em seu depoimento à Comissão de Inquérito, ele estimava o valor patrimonial da Companhia, no final de 2012 e início de 2013, em aproximadamente R\$ 8,00 por ação, sobretudo em razão da transferência de caixa e ativos de mineração na Colômbia que foram vertidos ao patrimônio da CCX em decorrência da incorporação da parcela da MPX.

463. Desde 06.12.2012 já circulariam notícias de que poderia surgir um parceiro estratégico para a CCX. Nesse sentido, a defesa destacou que em, 07.12.2012, o Valor Econômico publicou matéria informando o interesse por parte de 12 grupos no ingresso como sócio estratégico na CCX (fls. 2081-2085).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

464. A partir do dia 15.01.2013, da análise do volume de negociação, quantidade de negócios e preços das ações da CCX, o acusado teria percebido os primeiros sinais de que algum evento societário estaria iminente. Paralelamente, o rumor de que uma operação seria divulgada em breve teria aumentado entre os profissionais do mercado, que se comunicavam diariamente por meio de ferramentas de *chat*.

465. O acusado teria percebido, portanto, que este era o momento adequado para investir em ações da CCX, mas teria escolhido aguardar e verificar se a tendência iria ganhar força, o que teria acontecido nos dias seguintes, 16, 17 e 18.01.2013, o que o teria feito decidir realizar uma operação alavancada com ações CCXC3, por meio de operações a termo.

466. Diferentemente do alegado pela Acusação, a utilização de termo não teria sido motivada por falta de patrimônio para realização da mesma operação à vista ou para que o acusado obtivesse uma exposição superior à que obteria em uma operação à vista, mas unicamente relacionada à gestão de sua liquidez pessoal.

467. Entre o momento da compra à vista e a realização da compra a termo, o valor da ação já teria valorizado 9,33%, fato que confirmaria a consistência de sua análise e o estímulo a aumentar sua exposição ao ativo CCX, mediante a compra das 38.000 ações a termo.

468. Acrescenta que teria baseado sua tese de investimento em análise fundamentalista, segundo a qual o ativo teria chegado a um valor de avaliação na faixa de R\$ 8,00. Tal fato não o impediria, porém, de se utilizar de análise gráfica para determinar o momento de compra ou venda.

469. Em 21.01.2013, atento à movimentação do mercado e em coerência com sua tese de investimento, o acusado comprou 43.000 ações CCXC3 à vista e 38.000 ações CCXC3 a termo, o que lhe garantiu um preço médio de R\$ 2,6995 por ação, conforme nota de corretagem (fls. 1897-2042) e não de R\$ 2,59, como apontou a Acusação.

470. Contesta a análise da Comissão de Inquérito de que teria lucrado R\$ 81.201,65 com a venda de 81.000 ações em três ocasiões, nos dois meses seguintes, pois esta análise teria se baseado em amostra parcial e desconsiderado o fato de que a suposta liquidação da posição ocorrida em 26.03.2013 teria sido, na verdade, uma rolagem de termo, cuja liquidação ocorreu, de fato, em 19.06.2013, com lucro final de R\$ 46.917,46 (fls. 1897-2042).

471. Nesse sentido, a venda de lotes de 38.000 ações nos dias 15.02.2013 e 26.03.2013 referir-se-iam a eventos de “rolagem dos termos”, no âmbito dos quais o investidor venderia à vista ações adquiridas a termo, para gerar montante necessário para rolar a operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

472. Assim, após a divulgação do FR, o acusado teria rolado por duas vezes a operação a termo, por entender que o valor de R\$4,30 ofertado pelo controlador estava baixo e por ainda esperar o ingresso de sócio estratégico que levaria a ação ao patamar de R\$ 8,00. Com a diminuição dos rumores de mercado, a partir de 27.03.2013, teria começado a vender paulatinamente suas ações, considerando a tendência de queda, concluindo a venda apenas em 19.06.2013, quase cinco meses após a compra.

473. Contesta a afirmação da Acusação de que, à época, sua carteira representava somente 11% do que investiu a termo em CCXC3 e não seria garantia nem para o que comprou, quanto mais para uma quantidade maior. Nesse sentido, anexa a transcrição completa do diálogo entre o acusado e o operador de mesa que lhe atendeu na Ágora no dia 21.01.2013, pois a constante dos autos (fls. 128-129) estaria incompleta, sem o trecho diretamente relacionado com a possibilidade de aumentar sua exposição a CCX (fls. 2130-2134).

474. Pela análise do trecho completo, restaria comprovado que o acusado poderia ter dobrado o volume da operação, mas teria preferido não o fazer, não possuindo, assim, o “*alto grau de segurança no retorno da ação*”, como entendeu a Acusação. Sua atitude, ademais, não seria típica de uma pessoa de posse de informação privilegiada e com intenção de beneficiar-se dela.

475. Aduz que a Comissão de Inquérito, além de reconhecer expressamente que não logrou identificar a fonte de informação supostamente privilegiada, também teria reconhecido que não conseguiu produzir prova direta e definitiva sobre a ciência prévia, por parte de Francisco Eduardo, da informação sobre a OPA divulgada em 21.01.2013.

476. Nesse sentido, os indícios arrolados pela Acusação não teriam força para fazer prova indiciária sobre o suposto conhecimento prévio da informação, havendo ampla doutrina e jurisprudência exigindo que, para isso, eles teriam que ser múltiplos, convergentes e graves.

477. Quanto à relação do acusado com Francisco Dantas, como pai e filho, na medida em que o acusado atuava diariamente no mercado de valores mobiliários, seria de se esperar que assuntos relacionados a investimentos e ao movimento do mercado fossem recorrentes entre os dois. No entanto, conforme já decidido pela CVM<sup>57</sup>, a mera relação de parentesco não pode ser interpretada como de divulgação de informação privilegiada.

478. Acrescenta que os dois operaram por meio de diferentes corretoras, que atendem vários clientes e cujas ordens obedecem a uma cronologia de recepção, para serem executadas, o que iria contra a tese das Acusação de que teriam transmitido as ordens simultaneamente para seus respectivos operadores.

---

<sup>57</sup> PAS CVM nº 13/00, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. 17.04.2002; PAS CVM nº RJ2012/8010, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 21.07.2015; PAS CVM nº RJ2011/3665, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 03.04.2012.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

479. Alega que a Acusação não demonstrou como a informação teria saído do controlador da CCX ou de pessoas a ele ligadas e circulado entre vários investidores, até chegar ao grupo de sócios do Gávea Golf Clube, e, daí a Francisco Eduardo. Acrescenta que a Acusação também, não conseguiu comprovar os vínculos entre esse grupo de sócios e o operador B. M., que segundo afirma, teria sido apontado pela Comissão de Inquérito como elo de ligação entre eles e o restante dos Acusados.

480. Por fim, alega que não haveria a informação privilegiada, no momento em que adquiriu suas ações, em 21.01.2013. Nesse sentido, relata que realizou as compras de CCXC3 entre 11h10min e 12h06min, e não haveria tempo suficiente para transmissão de eventual informação relevante após a reunião entre assessores e profissionais da Companhia e a SRE ocorrida em 21.01.2013, que, segundo a própria CCCX (fls. 49-51), teria precedido a divulgação da informação.

481. A mensagem subscrita pelo superintendente da SRE (fls. 2134-2137) comprova que a reunião entre profissionais ligados ao controlador da CCX e representantes da área técnica foi agendada para as 15h30min do dia 21.01.2013, nos termos da base de dados da CVM referente ao agendamento de audiências a particulares.

482. Logo, se a decisão de realização da OPA somente foi tomada após a reunião entre seus assessores e representantes da SRE, não se poderia chegar a outra conclusão senão a de que inexistiria informação privilegiada antes daquele horário.

483. Como as compras de ações da CCX realizadas por Francisco Eduardo foram realizadas às 11h10min e 12h06min do dia 21.01.2013, seria impossível que tais compras tivessem sido realizadas com base em informação relevante ainda não divulgada ao mercado, simplesmente porque tal informação ainda não existiria.

#### VI.7. LEONARDO BRUNET E SÉRGIO SAVELLI

484. Em 23.03.2016, Leonardo Brunet e Sérgio Savelli protocolaram defesa conjunta, na qual arguiram, preliminarmente, a nulidade do presente processo devido à inobservância do procedimento de manifestação prévia determinado pela Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008. Argumentaram no sentido de que área técnica, embora tenha dirigido ofícios aos demais acusados (fls. 76-77; 82; 132-133; 267; 934-935; 805-810; 854; 917), solicitando esclarecimentos sobre suas operações com ações da CCX, não teria agido da mesma forma em relação aos dois acusados relacionados na defesa.

485. No que concerne a eles, houve manifestação prévia, em entrevista verbal, por ligação telefônica (CD – fls. 1081), sem aviso e sem indicação da existência ou teor da investigação em curso, o que tornaria tal “entrevista” uma prova ilícita porque, tal como





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

foi realizada, teria provocado interpretações equivocadas quanto aos fatos e informações narrados nas respostas dadas aos questionamentos.

486. Os agentes da CVM que entraram em contato não informaram aos dois acusados qual era o objeto específico da ligação. Além disso, não teriam lhes permitido saber a que título estavam sendo ouvidos (colaborador, testemunha, investigado, etc.), nem ter conhecimento do teor das supostas ilicitudes que estavam sendo investigadas. Além disso, não teria sido dada oportunidade de lembrar os fatos e de buscar notações e documentos pertinentes às operações questionadas.

487. A defesa apontou que a falta de chamamento ao processo, pela via regular, de depoimento ou prestação de informações, bem como a omissão de informação fundamental no âmbito de um inquérito em curso, violaria os direitos constitucionais da ampla defesa e do devido processo legal, além de contrariar as disposições do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, que determina, como condição prévia à formulação de uma acusação, que haja solicitação formal ao investigado, para que se manifeste sobre os fatos investigados.

488. Destacou, inclusive, que Leonardo Brunet teria se colocado à disposição para comparecer à CVM e prestar esclarecimentos, o que teria sido totalmente desconsiderado pelos agentes de fiscalização da CVM.

489. Por fim, conforme ressaltou a defesa, o Gerente de Processos Sancionadores-2, ao final da “entrevista” com Leonardo Brunet, agradeceu sua cooperação e disse que se o procedimento prosseguisse, o acusado seria “avisado”. O mesmo gerente agradeceu a cooperação de Sérgio Savelli, afirmando que só queria “esclarecer” e que entraria em contato novamente se necessário.

490. Quanto ao mérito, a defesa inicialmente alegou que o exame dos motivos determinantes da conduta do *insider* quando da tomada de decisão a respeito da realização de uma operação no mercado seria fator a ser obrigatoriamente examinado pela CVM e que esse aspecto também foi enfatizado quando da introdução, pela Lei nº 10.303/2001, do § 4º do art. 155 da Lei nº 6404/1976, que estendeu a proibição originalmente restrita aos administradores, seus subordinados e terceiros de confiança a outras pessoas.

491. Caberia, pois, à autoridade administrativa, no caso presente de *insider* secundário, o ônus de provar a configuração do ilícito imputado, a começar pela comprovação do conhecimento de informação relevante pelos acusados antes da divulgação do FR.

492. Não existiria na acusação prova de ocorrência de acesso direto ou indireto por parte dos acusados a informações privilegiadas que pudessem ter impacto no preço das ações, bem como do uso de tais informações para obter vantagem na negociação das ações CCXC3.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

493. Nesse sentido, teriam sido desprezadas pela Comissão de Inquérito evidências no sentido oposto ao da tese acusatória, como, por exemplo, a declaração da área de relações com investidores da CCX que, ao ser inquirida sobre quais pessoas teriam conhecimento prévio das operações do FR, foi clara ao não incluir os dois acusados no rol de pessoas que detinham conhecimento de tais operações antes da data de divulgação ao mercado.

494. Quanto à “incoerência” e à “inconsistência” apontadas pela Acusação nas declarações feitas, a defesa ressaltou que os dois seriam amigos, sempre mantendo relação de confiança recíproca. As ordens de Leonardo Brunet seriam executadas em consonância com um entendimento prévio que decorria desse relacionamento, não tendo sido tais operações contestadas. O fato de Leonardo Brunet não recordar exatamente quem deu as ordens e como foram realizadas as operações com CCXC3 não conduziria à ilação de inconsistência ou contradição, dado o tempo decorrido e as circunstâncias em que foram prestadas as informações.

495. A Comissão de Inquérito reconheceu que Sérgio Savelli operava para Leonardo Brunet e sua mulher. Portanto, seria de todo razoável que as ordens dos dois acusados, no dia 21.01.2013, fossem executadas em horários próximos. A Acusação teria procurado se escorar em supostos dados “estatísticos” que não apresentariam uma concatenação lógica convincente.

496. Quanto ao *timing*, a defesa alegou que, à época dos fatos, já haveria um claro comportamento no mercado de compra do papel da CCX. Esse movimento atípico seria objeto de comentários, como os extraídos de notícias (fls. 1077-1079).

497. Quanto aos relacionamentos pessoais, estes seriam igualmente imprestáveis para respaldar a argumentação adotada na acusação. Não teriam sido admitidos pelos acusados, nem provados pelos agentes da CVM, quaisquer vínculos estreitos entre eles e as pessoas mencionadas, nem mesmo que tais pessoas ocupavam posições que lhes proporcionasse obter informações confidenciais.

498. Os supostos vínculos entre as pessoas citadas teriam sido extraídos do fato, não negado pelos acusados, de que Leonardo Brunet, Francisco Dantas e Marcos Virzi são sócios do Gávea Golf Club. A ilação extraída desses fatos contrariaria as declarações já prestadas e compiladas no Relatório de Inquérito (itens 327-328).

499. Nesse sentido, a defesa apontou que o Colegiado vem decidindo pela absolvição de acusados quando não há existência de prova que permita concluir pelo vínculo estreito entre as pessoas apontadas como detentoras de informação privilegiada e que, de fato, trocam tais informações.

500. A afirmativa de que Leonardo Brunet demonstrava ter contato próximo com E.B. não encontraria suporte em qualquer informação dos autos. O fato de ter sido cogitado para compor conselho de administração da OGX – cargo que jamais aceitou – a



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

partir de indicação de consultores externos do grupo não autorizaria essa conclusão da Comissão de Inquérito.

501. Igualmente descabida seria a pressuposição, pelo fato de Leonardo Brunet haver ocupado o cargo de conselheiro de administração da BSM Engenharia e de Sérgio Savelli ser suplente nesse conselho, de que os acusados teriam acesso a informações privilegiadas sobre a CCX. A BSM Engenharia seria simples fornecedora de serviços para empresas do Grupo X, sendo que a operação desses contratos de fornecimento não se encontrava nas atribuições do conselho de administração da referida empresa<sup>58</sup>.

502. A defesa reconheceu que o Relatório de Inquérito consignou que a premissa de vínculo entre os acusados não teria norteado a seleção de investigados (fls. 1387). Entretanto, apontou que esses acusados obtiveram lucros tanto quanto outros investigados que constaram da lista de notificados da abertura do IA (fls. 03-33), mas que não chegaram a integrar o elenco de acusados ao final do processo de investigação. O lucro obtido, portanto, não teria sido determinante para a acusação mas, sim, os supostos vínculos entre os acusados, sendo que o critério utilizado para aferir a existência desses vínculos teria se revelado diverso da realidade.

503. No exame das operações, ressaltou que as realizadas no dia 21.01.2013 por Sérgio Savelli consistiram na compra de ações ALSC3 como primeira operação do dia, bem como na compra e venda de ações CCXC3 ao longo desse mesmo dia, incluindo compras em diferentes volumes desse último ativo em leilão.

504. É sabido que tal procedimento (leilão) é determinado pela BM&F sempre que um determinado ativo sofre oscilações atípicas de preço e volume. Nenhuma anormalidade existiria, portanto, em tal negociação, já que o próprio mercado já a sinalizava como atraente em razão do citado incremento no volume de negócios. As operações feitas para Leonardo Brunet por meio de sua esposa, por sua vez, consistiram na compra de CCXC3 após mencionado leilão.

505. Haja vista o patrimônio dos acusados e a habitualidade com que operavam no pregão da BM&F, tais operações não poderiam ser consideradas atípicas para o seu perfil. Consoante com as notas de corretagem emitidas pela XP para a esposa de Leonardo Brunet nas datas de 21 e 22.01.2013 (fls. 1613-1615), observa-se que, no mesmo dia em que o acusado alienou o montante de R\$79.000,00 em ações CCXC3, também realizou venda de volume muito mais substancial em ações ALSC3, correspondente a R\$ 258.000,00.

---

<sup>58</sup> A defesa registrou que os contratos de prestação de serviços pela BSM Engenharia, seja diretamente ou como subordinada da Carioca Engenharia S/A, a sociedade do Grupo EBX representavam uma parcela pequena do faturamento anual da BSM Engenharia, haja vista que somaram o importe de R\$ 13.359.881,75 do valor total de R\$ 215.019.268,69, referente ao faturamento do ano de 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](http://www.cvm.gov.br)

506. Da mesma forma, consoante notas emitidas também na XP para a esposa de Sérgio Savelli (fls. 1616-1623) nas mesmas datas, observa-se que o acusado realizou operações com outros papéis além de CCXC3, negociando ações da Aliance Shopping Centers S.A, Duratex S.A e OGX Petróleo e Gás S.A, em um montante total de compra de R\$ 390.480,00 e montante total de venda de R\$ 408.964,00.

507. A defesa destacou que o próprio Relatório de Inquérito assinalou (fls. 1360) que a área técnica estava ciente do perfil ativo desses investidores, registrando que no intervalo de janeiro de 2012 a junho de 2013 estariam ambos “habitados a operar” e que a XP solicitou esclarecimentos por e-mail junto à esposa de Sérgio Savelli no próprio dia 21.01.2013 a respeito dos negócios praticados com CCXC3 (fls. 1624-1626), ao que lhes foi fornecida a seguinte elucidação por parte do acusado:

“A compra especulativa foi motivada pela eminência do rompimento simultâneo da média de 50 dias e dos preços atingido ao final da primeira quinzena de dezembro passando com volume substancialmente superior ao médio (como pode ser observado na ferramenta de gráficos do xp pro). Além disso, a ação já havia tido volume e valorização expressivos na sexta-feira passada motivo que me levou a analisar o gráfico (...)”

508. Alguns dos investidores investigados pela GMA-1, em resposta aos ofícios encaminhados pela gerência (fls. 268-269; 311-312; 562-593), teriam prestado esclarecimentos análogos acerca de suas operações com CCXC3 sem, porém, sofrer acusação.

509. O fundo exclusivo XMZ FIM CP IE, gerido por M.Z., prestou esclarecimentos justificando suas operações com CCXC3 praticadas entre os dias 18 e 21.01.2013, com giro financeiro de mais de R\$ 1 milhão, demonstrando ter pautado suas negociações na análise gráfica do papel, que passou a sinalizar tendência de alta já a partir de 16.01.2013 (fls. 14). De igual maneira, o investigado A.B., que praticou negociações entre os dias 21 e 22.01.2013 em volume superior a R\$ 250.000,00, informou ter verificado “enorme” aumento de liquidez no papel já a partir de 17.01.2013, além de notícias positivas acerca da CCX na mídia especializada (fls. 30).

510. Quanto à coordenação das operações dos acusados, a defesa destacou que, com base nas notas de corretagem emitidas pela XP para suas esposas nas datas de 21 e 22.01.2013, ficaria constatado que tanto Sérgio Savelli quanto Leonardo Brunet realizaram operações em volumes semelhantes com ALSC3 nas mesmas datas em que negociaram CCXC3.

511. Por fim, a defesa ressaltou que, consoante e-mails e CD anexo (fls. 1077-1079), verificar-se-ia que a área técnica obteve coletânea de notícias relacionadas à CCX e ao seu grupo econômico no período anterior a 21.01.2013. No bojo dessa pesquisa, foram localizadas matérias do site Infomoney na data de 18.01.2013 e 22.01.2013



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

afirmando que (i) os papéis da CCX já vinham acumulando forte alta na cotação desde os dois dias anteriores; e (ii) os analistas de mercado já vinham recomendando a compra do papel desde a data de 18.01.2013.

512. Desse modo, restaria constatado que os acusados, experientes e com histórico de atuação no mercado à vista na BM&F, teriam apenas enxergado movimento atípico no volume de operações de CCXC3 que, agregado aos elementos técnicos, sinalizaram provável valorização do papel, motivando-os a investir, a partir do pregão iniciado em 21.01.2013.

#### VI.8. FABIO DESLANDES

513. Em 23.03.2016, Fabio Deslandes protocolou defesa na qual fez breve resumo da acusação, passando, em seguida, a tentar demonstrar a ausência de elemento fundamental da infração imputada. Segundo ele, apesar de demonstrada a existência de informação relevante ainda não divulgada no período em que ocorreram as operações, a área técnica não teria demonstrado, sequer por indícios, que o acusado realizou os negócios conhecendo tal informação privilegiada.

514. A Acusação não teria conseguido demonstrar a relação do acusado com qualquer pessoa que conhecia ou mesmo poderia conhecer informação, não havendo sequer a possibilidade dessa informação ter chegado ao seu conhecimento.

515. Conforme compilado pela defesa, em todos os casos de *insider trading* julgados na CVM no ano de 2015, a temática das provas e das presunções teria sido abordada, sempre deixando claro o ônus do Estado de demonstrar suas alegações, ainda que por meio de provas indiciárias, as quais não poderiam ser invocadas para sanar falhas da Acusação, e tampouco para preencher lacunas decorrentes da falta de provas da conduta denunciada.

516. Os fatos apontados pela área técnica não seriam suficientes para que se concluísse de forma robusta e fundamentada que o acusado, experiente operador de mercado sem qualquer relação com a CCX, seus acionistas, administradores ou assessores, realizou operações conhecendo informação privilegiada. Onde a área técnica enxergou “atipicidade”, agentes do mercado teriam enxergado ampliação da estratégia de investimento, iniciada em operações com CCX e continuada em negócios com outras ações no mercado à vista.

517. Como extraído da tabela fornecida pela BM&F (fls. 1086), o acusado operou intensamente no mercado financeiro entre janeiro de 2012 e julho de 2013, com foco claro no mercado de opções. A partir de janeiro de 2013, contudo, teria se voltado para o mercado de ações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

518. Fosse as operações com ações de emissão da CCX “atípica” ou irregulares, Fabio Deslandes teria simplesmente entrado e saído do mercado à vista, mas, entre 18.01.2013 e 29.04.2013, o acusado realizou quase 200 operações no mercado de ações. Ao contrário do que alegou a área técnica, de seus negócios não se extrairia qualquer “atipicidade”, mas um padrão de investimentos no mercado à vista, no qual sempre adquiria dezenas de milhares de ações de alguma companhia, com o propósito de venda no curto no prazo.

519. A defesa destacou que em muitos outros negócios realizados no mercado à vista, o valor investido teria sido superior àquele aportado na aquisição de ações da Companhia (fls. 1400). O fato de ter tido maior sucesso nas operações com CCX do que em outros negócios realizados posteriormente não representaria qualquer indício de ato ilícito, mas expressaria a álea a que estão sujeitos todos os investidores.

520. Tendo adquirido as ações na casa do R\$ 2,15, o aumento do preço de negociação ao longo dos pregões de 18 e de 21 de janeiro de 2013, aliado aos boatos de mercado de que uma operação se aproximava, teria tornado, na visão de um agente de mercado experiente, extremamente interessante manter as ações em carteira. Mesmo que o preço caísse nesse meio tempo, a chance de atingir patamar inferior àquele pago pelas 50.000 ações seria ínfima, o que tornaria sua manutenção um risco que valia a pena correr.

521. Desafiando a explicação de que o negócio fora motivado pelo preço das ações, a área técnica questionou por que o acusado não teria adquirido as mesmas ações quando eram cotadas abaixo de R\$ 2,00 ou em torno desse valor. Uma breve análise do histórico da cotação das ações ordinárias de emissão das CCX forneceria elementos suficientes para que se respondesse essa pergunta. O preço das ações despencou logo após a abertura de capital da CCX. Entre maio de dezembro de 2012, o valor das ações caiu de R\$ 8,00 para R\$ 1,83. A aquisição desses títulos nos seus menores patamares seria atitude minimamente temerária, em descompasso com a experiência do acusado, em especial nos últimos meses de 2012, diante do risco iminente de continuarem a se desvalorizar.

522. Em janeiro de 2012 houve uma estabilização do preço das ações quando comparado aos meses anteriores. Seria justamente nesse momento que um investidor experiente enxergaria oportunidade. Ao fechar em R\$ 1,90 no pregão do dia 16.01.2013, tendo sido cotadas em R\$ 1,83 nesse mesmo dia, as ações ordinárias de emissão da CCX, que vinham de queda desde 03.01.2013, voltaram a subir. Independente dos fatos relevantes de 21.01.2013 e de 19.06.2013, nos anos seguintes as ações da CCX foram negociadas em patamares muito superiores a R\$ 2,15.

523. Não mereceria prosperar qualquer desconfiança também quanto ao momento da venda. Divulgado o FR após o encerramento do pregão do dia 21.01.2013, o acusado teria resolvido realizar seus ganhos imediatamente. Fosse caso de *insider*, o acusado teria esperado tempo maior não apenas para disfarçar a irregularidade, mas também para que



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a informação relevante pudesse refletir suficientemente no preço das ações, que estariam sendo *avaliadas* pelo controlador em montante superior ao preço pelo qual foram vendidas.

524. A defesa também citou a matéria do InfoMoney de 22.01.2013 na qual analista da Ativa recomenda a seus clientes a compra, no dia 18.01.2013, de ações da CCX.

525. Por fim, ressaltou que não haveria qualquer evidencia de que ao dizer “caixa”, o acusado se referia à sua conta na corretora. Poderia estar se referindo ao montante que tivesse disponível em suas contas e que seria transferido à corretora, se necessário. Além disso, o fato de Fabio Deslandes não ter limite de valores para operar junto à Gradual indicaria justamente o contrário do que pretendeu mostrar a área técnica.

526. Tivesse o acusado realizado as operações sem o prévio depósito do valor que seria aplicado na aquisição das ações somente no caso da compra de CCX, estar-se-ia diante de um indício de que haveria uma expectativa elevada, indicativa da existência de alguma garantia acerca do sucesso da operação. Como exposto pela própria Comissão de Inquérito, era praxe para o acusado operar a compra e a venda dos valores mobiliários e somente depositar eventual diferença negativa na liquidação do saldo das operações.

#### VI.9. BERNARDO ARAÚJO E MARCELO MORAES

527. Em 23.03.2016, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes protocolaram defesa conjunta, a qual iniciaram fazendo síntese da acusação e depois passaram para a análise da CCX na mídia. Nesse sentido, afirmaram que, em meados de 2012, haveria especulação, em meio aos investidores, a respeito de possíveis operações societárias no Grupo X, envolvendo as companhias LLX e CCX (fls. 2761-2764). Apontaram que, em dezembro de 2012, a CCX projetava o início da extração de carvão em uma de suas três minas na Colômbia para o ano de 2014. Existiriam, portanto, grandes expectativas acerca da capacidade produtiva dessas minas, cujo desenvolvimento dependeria de parceria estratégica a ser anunciada no primeiro semestre de 2013. O fato seria de conhecimento do mercado (fls. 2767-2770).

528. A iminência dessa possível operação teria intensificado a busca dos investidores pelas ações do Grupo X, fato que se refletiria na valorização dos papéis da Companhia, sobretudo entre julho de 2012 e dezembro de 2013.

529. Acerca da ligação entre os acusados e E.B. (fls. 1384), a defesa ressaltou que, embora seu fundo de investimento fosse o principal cotista do Blue Marlin na ocasião das operações, aqueles nunca teriam tido relação direta e próxima com ele, mas somente profissional, a qual ocorreria por meio de L.A., gestor do Fundo Portfólio 63 que, por sua vez, investia no Blue Marlin. O patrimônio de E.B. aplicado nesse fundo seria pouco



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

representativo de sua fortuna e ele nunca teria questionado ou solicitado informações diretamente aos acusados.

530. Como consta nos termos de declarações dos dois (fls. 342 e 847), apenas em setembro de 2013 L.A. teria tido seu primeiro contato com o Blue Marlin, ou seja, vários meses após as negociações. Durante esse período, apenas teriam mantido contato em função de um investimento comum realizados entre a Opus e a EBX Brasil S.A. na Ideiasnet.

531. A relação de Bernardo Araújo com Lars Batista, por sua vez, resumir-se-ia a reuniões do conselho de administração da Ideiasnet. Não teria havido qualquer reunião no referido órgão que pudesse ensejar eventual encontro dos dois entre dezembro de 2012 e janeiro de 2013.

532. Sobre os supostos vínculos entre os acusados e J.G., B.D. e P.L., o mero registro de conexão entre eles em rede social não permitiria concluir pela existência de proximidade.

533. Já quanto à crença dos acusados na capitalização da Companhia, a defesa ressaltou que os projetos de mineração dependeriam da capitalização para (i) desenvolver a mina subterrânea; e (ii) criar a infraestrutura adequada de transporte e escoamento. Nesse sentido, os acusados acreditariam que a CCX tinha valor potencial acima do valor de mercado, mas que, para gerar esse valor, seria necessária a capitalização, razão pela qual teriam mantido o papel dentre as possibilidades de investimento.

534. Desse modo, quando, em julho de 2012, verificaram (i) o movimento de alta na cotação das ações; e (ii) volume de negociações acima da média, teriam decidido investir. Em seguida, contudo, teriam optado por se desfazer da posição ao constatar que tal operação não ocorreria naquele momento.

535. Em 21.01.2013, após dois dias de súbita valorização dos papéis da CCX e registro atípico no volume de negociações (fls. 1296), novamente teria lhes parecido que a capitalização da CCX estava próxima, motivo pela qual teriam adquirido ações a partir das 13h48 (fls. 166).

536. Ainda que as expectativas dos acusados sobre a capitalização não tenham se concretizado, após discussões internas sobre as novas perspectivas para a Companhia, o Blue Marlin comprou mais ações CCXC3 no dia 22.01.2013 porque teria considerado que o preço oferecido na OPA estava aquém do potencial valor econômico e por isso os acionistas minoritários da CCX viriam a se organizar para pleitear um valor superior na oferta. Em posteriores conversas com investidores, no entanto, os acusados teriam percebido que suposta organização não aconteceria, o que teria determinado a venda das ações nos quinze dias subsequentes.





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

537. O argumento de que as minas a céu aberto eram operações mais simples diria respeito à comparação feita com a mina subterrânea que apresentava maior complexidade operacional, o que não significaria que o seu desenvolvimento era fácil ou livre de riscos. Na realidade, as minas a céu aberto dependeriam de uma robusta infraestrutura logística, a qual era inexistente e só se tornaria viável com a capitalização (fls. 2792-2884).

538. As afirmações dos acusados na resposta aos ofícios da GMA-1 e nos depoimentos não seriam contraditórias, mas sim complementares: o valor de mercado da ação CCXC3 apresentaria considerável potencial de valorização (caso se verificasse a capitalização da Companhia), a qual daria subsídios para o pleno desenvolvimento da infraestrutura necessária para a exploração dos seus principais ativos. Assim, em todas as oportunidades de possível ocorrência de capitalização identificadas teria sido adotada estratégia de comprar as ações CCXC3.

539. Ao se observar o momento exato das negociações dos acusados no dia 21.01.2013, ficaria evidente que eles somente agiram após o mercado consolidar a tendência de alta de preço e volume. Esse cenário seria melhor compreendido pelo exame da tabela 1 do Relatório de Análise da GMA-1 (fls. 06).

540. A tabela tem como corte o horário de 14h53 do dia 21.01.2013 justamente porque foi neste dia e horário que a BM&F, com o pregão ainda em andamento, questionou a oscilação atípica das ações da CCX. Se a BM&F percebeu esse movimento, seria certo que o restante do mercado também tinha condições de verificar tal comportamento.

541. O início das negociações de ações da CCX pelo Blue Marlin se deu a partir das 13h48 do dia 21.01.2013. Ao examinar a transcrição da ligação entre a Marlin Gestão e o operador seria possível conferir que as aquisições começaram em lote pequeno e foram crescendo gradativamente ao longo do dia acompanhando a valorização do ativo. Se houve vazamento de alguma informação privilegiada, as operações de compra do fundo teriam ajudado eventuais *insiders* a se desfazer dos ativos.

542. Tanto em julho de 2012, quanto em janeiro de 2013, os acusados teriam adotado o mesmo padrão de conduta: nos dois períodos observou-se (i) elevação dos volumes de negociações bastante acima da média; e (ii) valorização do preço das ações. Esses indicadores teriam sido considerados pelos acusados como fortes indícios de que a esperada capitalização da Companhia estaria por ocorrer, razão pela qual teriam adquirido os papéis da CCXC3 em ambas as oportunidades, denotando o mesmo *modus operandi* como, inclusive, reconhecido pela área técnica (fls. 1373).

543. Além disso, nem sempre a tomada de decisão de compra ou venda dos papéis seria feita com rapidez suficiente para permitir a montagem da posição a tempo de aproveitar a oportunidade identificada. Com efeito, em 2012, a análise do investimento teria tomado maior tempo dos acusados. Quando eles decidiram por adquirir as ações, o



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

volume de negociações já estaria normalizado. Contudo, naquele momento seria impossível prever o que ocorreria com o preço das ações, ainda mais se tratando de um papel volátil como era o da CCXC3.

544. Já em 2013, como o assunto já haveria sido discutido em 2012 e a possibilidade de um evento gerador de valor para a CCX estaria em voga na mídia e em meio aos investidores, a operações teria sido realizada a tempo de acompanhar o movimento do mercado com relação ao que parecia ser a operação de capitalização da Companhia, mas que resultou na divulgação de FR.

545. O cálculo da média de negociações diária levando em consideração todos os negócios realizados não seria uma boa medida para avaliar a suposta movimentação atípica de um fundo, uma vez que a maioria das operações efetuadas diariamente consistiria em meros ajustes de posição, ou seja, pequenas compras e/ou vendas de ativos para adequar o tamanho da posição existente à alteração na relação de risco/retorno em função da variação do preço do ativo.

546. No caso concreto, durante o período analisado pela CVM, ou seja, entre 01.01.2012 e 30.06.2013, o Fundo apresentou 47 operações de compra, representando 35% do volume total negociado e cuja média de negociação girou em torno de R\$ 1,8 milhões por papel, volume superior ao apontado pela Comissão de Inquérito (fls. 2885-2886). Além disso, também nesse período, o Fundo registrou 16 posições com mais de R\$ 3 milhões negociados em um único pregão, ou seja, com volume próximo ou superior ao negociado com as ações CCXC3 nos dias 21.01.2013 e 22.01.2013.

#### VI.10. NORMANDIA INVESTIMENTOS

547. Em 23.03.2016, a Normandia Investimentos (atual denominação da Marlin Gestão) protocolou defesa afirmando a impossibilidade de sua responsabilização por sucessão empresarial. Em seguida, passou a descrever o histórico societário do fundo a fim de justificar tal pleito.

548. Em janeiro de 2013, a Marlin Gestão era gestora do Blue Marlin e tinha como sócios, dentre outros, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes, sendo o primeiro administrador de carteiras registrado junto à CVM. A Marlin Gestão, à época, geria (i) o Blue Marlin; (ii) o Blue Marlin Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento de Ações (“Blue Marlin FICFIA” – cuja atual denominação é Opus Ações II Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos de Ações); e (iii) o Clube de Investimentos Aplik (“Clube Aplik”).

549. Em 09.09.2013, passou a gerir o Viva Rio Marlin Long Biased Fundo de Investimento em Ações (“Marlin Long”). Em 15.09.2014, o Marlin Long realizou assembleia geral de cotistas para alteração de gestor (fls. 2950-2994).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

550. Em 13.04.2014, o Blue Marlin FICFIA e o Blue Marlin também realizaram assembleias gerais de cotistas para substituição de gestão (fls. 2995-3002).
551. Em 04.11.2014, o Clube Aplik foi liquidado, tendo seu registro cancelado junto à BM&F. Assim, a partir de então, a Marlin Gestão deixou de ser gestora de qualquer fundo ou clube de investimentos.
552. Após (i) a saída de alguns sócios, como Marcelo Moraes; (ii) a reestruturação societária da Marlin Gestão; e (iii) seu esvaziamento, restaram como sócios apenas Bernardo Araújo e E.V.T.L., cada um com 50% de participação.
553. Após negociações entre as partes, teria ficado acordado que T.O.B. pagaria o valor de R\$ 11.000,00 por 100% das quotas.
554. Em 19.11.2014, a Marlin Gestão passou a se denominar Normandia Investimentos após T.O.B. e E.W. ingressarem na sociedade (fls. 3003-3021).
555. Em 23.03.2016, foi realizada a 10ª alteração do Contrato Social da Normandia Investimentos, oportunidade em que Bernardo Araújo cedeu onerosamente sua única cota remanescente a T.O.B., o qual ficou sendo o responsável pela administração de carteira de terceiros (fls. 3022-3036).
556. Em 01.09.2015, mediante a 11ª alteração do Contrato Social da Normandia Investimentos, E.V.T.O. cedeu sua única cota para T.O.B. saindo, portanto, do quadro de sócios (fls. 3037-3057).
557. Apesar de a antiga denominação da Normandia Investimentos ser Marlin Gestão, ela não seria sucessora de seus direitos e obrigações, não podendo ser responsabilizada por simplesmente ter o mesmo número de CNPJ.
558. A Normandia Investimentos não teria sucedido a posição de gestora em qualquer fundo de investimento da Marlin Gestão, tampouco seu responsável pela administração de carteira seria a mesma pessoa da época dos fatos. Ademais, sua sede social foi alterada e o quadro social é distinto.
559. Segundo o artigo 1143 do Código Civil, a sucessão empresarial apenas pode se dar por meio de celebração de negócio jurídico de transferência unitária do estabelecimento pelo empresário, denominado trespasse ou, ainda, de forma “irregular”, não disciplinada pelo ordenamento.
560. A Normandia Investimentos não estaria localizada no mesmo endereço que a Marlin Gestão, não usaria o mesmo nome fantasia, nem possuiria identidade de sócios e administradores. Assim, não teria havido qualquer transferência do fundo de comércio ou atividade. Logo, seria impossível afirmar que houve sucessão empresarial. Inclusive, o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

STJ já teria entendido que, para tanto, seria necessário ter havido transferência do fundo de comércio<sup>59</sup>.

561. Do mesmo modo, a CVM se manifestou no sentido de que, quando há alteração do controle da sociedade, a responsabilidade pelos fatos ocorridos por ela pode ser afastada, ao contrário do que acontece quando há mera alteração da denominação social e do objeto<sup>60</sup>. No presente caso, não só teria ocorrido a transferência do controle, como isso se deu em data posterior à instauração do processo, o que demonstraria não ter havido qualquer intenção de fraude à pretensão punitiva.

562. Por fim, face ao exposto, solicitou que a Normandia Investimentos fosse excluída da relação dos acusados.

### **VII. TERMO DE COMPROMISSO E DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO**

563. Em 22.04.2016, Lars Batista apresentou proposta de termo de compromisso (fls. 3280-3284), na qual comprometeu-se a pagar à CVM o valor de R\$ 46.331,64, correspondente ao triplo da suposta vantagem auferida com a negociação, devidamente atualizada pelo indexador TR desde janeiro de 2013 até a data da proposta.

564. Em 26.07.2016, o presente processo foi distribuído para a relatoria do Diretor Pablo Renteria (fls. 3303), em reunião do Colegiado de mesma data.

565. Em 25.10.2016, o Colegiado da CVM acompanhou (fls. 3314-3315) a decisão do Comitê de Termo de Compromisso (fls. 3334-3339) e rejeitou a proposta de Lars Batista, considerando (i) a gravidade do caso concreto; (ii) a inexistência de economia processual; e (iii) a existência de procedimentos instaurados no âmbito da CVM envolvendo questões informacionais relacionadas ao Grupo X. Depreendeu-se que o efeito paradigmático de maior relevância e visibilidade junto à sociedade e aos participantes do mercado dar-se-á por meio de posicionamento do Colegiado em sede de julgamento.

566. Em 25.07.2017, em reunião do Colegiado da mesma data, o processo foi redistribuído à minha relatoria (fls. 3322), tendo em vista a declaração de impedimento do Diretor Pablo Renteria.

### **VIII. PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVA**

567. Em 17.11.2020, o Colegiado da CVM analisou o pedido de Lars Batista consistente na oitiva de testemunhas que relacionou (fls. 2262), de modo a comprovar o

---

<sup>59</sup> STJ, 2ª Turma, AgRg no Agravo em Recurso Especial nº 426.711 – PR, Rel. Min. Herman Benjamin. J. 11.03.2014.

<sup>60</sup> PAS CVM nº 19/1998, Rel. Dir. Marcelo Trindade. J. 25.01.2001.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

seu distanciamento das funções que desempenhava no Grupo X, a partir do segundo semestre de 2012 por razões de saúde, bem como para demonstrar a inexistência dos vínculos profissionais e pessoais alegados no Relatório de Inquérito.

568. O Colegiado entendeu que, para o esclarecimento da controvérsia colocada nos autos, as oitivas solicitadas são desnecessárias, em vista dos documentos e das informações trazidos pela defesa de Lars Batista, que incluem relatórios médicos e declarações das próprias testemunhas por ele elencadas no pedido. Nesse contexto, a oitiva das testemunhas em nada acrescentaria ao conjunto fático-probatório dos autos.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 1º de dezembro de 2020.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR