



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.005573/2020-19

Reg. Col. nº 2252/21

- Acusado:** Paulo Cesar de Souza e Silva
- Assunto:** Apuração de eventual *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002
- Relatora:** Diretora Flávia Perlingeiro
- Voto:** Diretor Alexandre Rangel

Manifestação de Voto

1. Este Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005573/2020-19 (“Processo”)¹ busca apurar o eventual uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, na alienação de ações ordinárias de emissão da Companhia (*insider trading*), por parte de Paulo Cesar de Souza e Silva (“Acusado”).
2. Em 13.08.2020, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Área Técnica”) lavrou termo de acusação (“Acusação”) em face do Acusado, então diretor presidente da Embraer S.A. (“Embraer” ou “Companhia”), para apurar eventual infração ao art. 155, §1º², da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*³, da Instrução CVM nº 358/2002, então vigente.
3. A Diretora Relatora, em seu voto, concluiu que “*Paulo Silva deve ser responsabilizado*”

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório elaborado pela Diretora Relatora (“Relatório”).

² Art. 155. (...) § 1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

³ 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.



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.gov.br/cvm

pela realização de operação de venda das Ações mediante o uso de Informação Privilegiada, tendo sido, a meu juízo, reunidos nos autos um conjunto de indícios múltiplos, consistentes e convergentes apontando para a prática de insider trading, em infração ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o art. 13, caput, da ICVM nº 358/2002; não tendo sido os contraindícios colacionados suficientes para afastar, a meu juízo, as presunções relativas de acesso e uso indevido”.

4. Apresento esta manifestação para, respeitosamente, divergir do voto proferido pela ilustre Diretora Relatora e acompanhar as conclusões dos votos proferidos pelos Diretores Otto Lobo e João Accioly.

5. Pela relevância da matéria objeto do Processo, trago breves considerações adicionais.

6. De plano, esclareço que não identifiquei, no voto da Diretora Relatora, qualquer discordância quanto a questões jurídicas em si. As explicações conceituais oferecidas sobre os elementos necessários à configuração da irregularidade de *insider trading*, a meu ver, consolidam o entendimento que considero correto sobre a matéria, discorrendo com propriedade sobre os requisitos de existência, posse, utilização da informação privilegiada e a finalidade da operação⁴.

7. Também concordo com as ponderações da Diretora Relatora acerca do regime jurídico de presunções aplicáveis à caracterização do acesso e do uso da informação privilegiada, com especial destaque para o fato de que o sistema consolida hipóteses de presunções meramente relativas⁵.

8. Ocorre que, ao analisar o conjunto fático-probatório juntado ao Processo, tanto pela Acusação quanto pela Defesa, cheguei a uma conclusão diferente daquela a que chegou a Diretora Relatora.

9. Pelo bem da objetividade, sobre matérias de prova em processos administrativos sancionadores, faço referência integral às minhas ponderações apresentadas em precedente

⁴ Nas palavras da Diretora Relatora (§13º): “a caracterização da infração por *insider trading* na esfera administrativa se compõe pelos seguintes elementos: (i) a existência de uma informação relevante, ainda não divulgada ao mercado; (ii) a posse de tal informação; e (iii) sua efetiva utilização em uma negociação com valores mobiliários do emissor ao qual à informação se refere, com a finalidade de auferir vantagem indevida”.

⁵ Conforme voto da Diretora Relatora (§15º): “Nesse sentido, ao amparo de interpretação consolidada pela doutrina e pela jurisprudência quanto ao disposto no caput do art. 13 da ICVM nº 358/2002, então vigente, aplicavam-se aos insiders primários presunções relativas quanto ao: (i) acesso às informações relevantes da Companhia (**presunção de acesso**); e (ii) ao seu uso, quando de negociações com valores mobiliários de emissão da companhia antes da divulgação de tais informações, a fim de obter vantagem para si ou para outrem (**presunção de uso**)” (grifos no original).



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.gov.br/cvm

julgado em 2021 pelo Colegiado⁶, oportunidade em que prevaleceu por maioria o entendimento de que o *“standard da prova em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM deve ser alto e bastante preciso, principalmente, em virtude dos valores e bens jurídicos cuja proteção integra o mandato legal da Autarquia”*.

10. Preocupa-me o fato de que o sistema jurídico de regência dos processos administrativos sancionadores, em decorrência de peculiaridades próprias do direito administrativo, pretenda adotar um determinado padrão de prova menos rigoroso do que aqueles existentes em outras instâncias de cunho sancionatório intimamente relacionadas à esfera administrativa⁷.

11. O presente caso ilustra bem a minha preocupação, pois a irregularidade aqui tratada, além de compor um tipo de infração administrativa do mercado de valores mobiliários, também é definida como um ilícito de natureza penal, nos termos do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976⁸, sujeitando o agente destinatário do comando legal à pena de reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem obtida indevidamente com o ilícito.

12. É natural que as autoridades competentes na esfera criminal levem em consideração, com especial deferência, o resultado do julgamento dos processos administrativos sancionadores pela Autarquia. A partir do momento em que o Colegiado da CVM – após o criterioso trabalho de instrução e acusação conduzido pelo corpo técnico e quadro de servidores da casa, de notável competência e especialização – conclui pela caracterização de uma determinada irregularidade, entendo que as outras esferas e instâncias têm sérias dificuldades para concluir em sentido diverso, pela não ocorrência de uma irregularidade que porventura já tenha sido reconhecida pela CVM dentro da sua esfera de competência, no âmbito administrativo⁹.

⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.011659/2019-39 ([Caso CCX](#)), j. 15.06.2021.

⁷ A doutrina penal econômica está atenta a esse desafio: *“Menos ainda se poderia concluir que, tratando-se de âmbitos distintos [criminal e administrativo] não se aplicam garantias à esfera administrativa. As garantias referentes à apuração de ilícito e imposição de sanções não têm emprego somente no campo penal, pois decorrem da atuação sancionadora do Estado, seja ela operacionalizada por qual meio for. No direito penal, essas garantias podem ser mais detalhadas ou intensas, mas não é necessário reconhecer uma identidade entre os ilícitos ou entre as funções penal e administrativo-sancionadora para conferir garantias e a observância de princípios limitadores da atuação estatal à seara administrativa.”* (COSTA, Helena Regina Lobo da. Direito Penal Econômico e Direito Administrativo Sancionador. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial ao concurso de Livre-Docência junto ao Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia. São Paulo: 2013. p. 147).

⁸ “Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

⁹ *“Essa aproximação entre direito penal e direito administrativo, conforme verificado, traz diversos problemas e dificuldades a serem refletidas nos dois âmbitos. Entretanto, praticamente não se verificam novas propostas para coordenar melhor esses espaços de sobreposição. (...) Em nossa doutrina e, especialmente, em nossa jurisprudência prevalece ainda o paradigma 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.gov.br/cvm

13. Tenho fundado receio de que as regras de segregação e independência entre as instâncias judiciais e administrativas não tenham a amplitude e efetividade necessária para assegurar que as outras autoridades competentes (as criminais, por exemplo) tenham elementos suficientemente claros para compreender que em um processo administrativo sancionador, pelas normas gerais do direito administrativo, em certos casos podem ser usados mecanismos mais dinâmicos e informais do ponto de vista probatório, com forte suporte no regime jurídico de presunções e indícios – eventualmente incompatíveis com as regras probatórias aplicáveis em matéria penal.

14. Essa ponderação se propõe apenas a reforçar o meu entendimento pessoal de que devem ser *“interpretados com extremo zelo, cautela e parcimônia os chamados princípios do formalismo moderado, da verdade material e da economia processual – discutidos de forma geral na seara do direito administrativo brasileiro. Uma aplicação extremada de tais conceitos a discussões probatórias em processos administrativos sancionadores na CVM – principalmente em matérias de insider, que possuem consequências cíveis, criminais e reputacionais sobremaneira onerosas – poderia conduzir, a depender do caso concreto, a eventuais condenações desprovidas de substância probatória, o que não se pode admitir. (...) Logo, é preciso que o indício não deixe qualquer dúvida razoável quanto à materialidade e autoria do fato principal (beyond a reasonable doubt – BARD). A pluralidade, robustez e convergência de indícios ajudam, como dito acima, a superar a dúvida razoável”*¹⁰.

15. Voltando ao caso concreto, entendo que os elementos probatórios e indiciários apresentados pelo Acusado afastaram satisfatoriamente a presunção de acesso e de uso da Informação Privilegiada, desconstruindo os requisitos necessários à caracterização da imputação formulada pela Acusação.

16. Nesse sentido, de forma objetiva, aponto que **(i)** a Companhia demonstrou, com razoável grau de detalhamento e rastreabilidade, o trajeto percorrido internamente pela Informação Privilegiada, em linha com a sua estrutura de governança, mostrando que o componente organizacional ocupado pelo Acusado não integrou esse percurso; **(ii)** os temas relacionados à Informação Privilegiada não estavam inseridos no rol de competências e atribuições legais e estatutárias do diretor presidente da Companhia, sendo, a meu ver, verossímil a resposta

‘independência entre as instâncias’, que, além de não apresentar fundamentação científica convincente, gera diversos resultados paradoxais. Além disso, constrói um modelo que pouco se coaduna com a ideia de unidade da ordem jurídica, como um sistema jurídico estruturado e dotado de racionalidade interna. O ordenamento jurídico não pode ser tido como um conjunto desconexo de normas jurídicas, submetidas somente ao princípio da hierarquia.’ (Op. Cit., pp. 118-119).

¹⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.011659/2019-39 ([Caso CCX](#)), j. 15.06.2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

disponibilizada por escrito pelo Acusado, em algumas oportunidades ao longo do Processo, de que teve acesso à Informação Privilegiada apenas posteriormente à efetiva negociação de ações; **(iii)** a negociação atacada pela Acusação seguiu um padrão usual de outras operações realizadas no passado, tendo ocorrido em bases de alguma forma comparáveis em anos anteriores pelo Acusado; **(iv)** a forma de implementação da operação de alienação das ações – que não contemplou um número maior de ações de titularidade do Acusado que poderiam ter sido negociadas e não admitiu alterações de preço de fechamento – não parece coerente com a postura usual de *insiders*; **(v)** a finalidade informada para a negociação das ações, relacionada ao pagamento de aquisição de imóvel no exterior, foi confirmada por trocas de e-mails com corretores e assessores do Acusado, sendo também coerente do ponto de vista temporal.

17. Portanto, entendo que tais elementos probatórios, quando considerados em conjunto, materializam um quadro robusto, sólido e convergente de contraindícios, aptos a afastar as presunções relativas de acesso e utilização da Informação Privilegiada no caso concreto.

18. Ante o exposto, voto pela absolvição do acusado Paulo Cesar de Souza e Silva da acusação de *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de março de 2023.

Alexandre Costa Rangel

Diretor