



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.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.005573/2020-19

Reg. Col. 2252/21

Acusado: Paulo Cesar de Souza e Silva
Assunto: Apuração de *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei n° 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM n° 358/2002.
Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro
Voto: João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Acompanho o voto do Diretor Otto Lobo, com que concordo nos fundamentos e conclusões. Por concisão, não adentrarei a análise da suficiência dos contraindícios mencionados em seu voto para afastar a presunção de que o Acusado tinha conhecimento da informação em questão – apenas reproduzo trecho de voto do Diretor Alexandre Rangel que penso bem refletir o que me orientou no juízo de avaliação dos elementos probatórios dos autos:

27. 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. (...).

28. Nesse contexto, (...) parece-me mandatário que sejam 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. Ao mesmo tempo em que é importante aumentar as chances de que os responsáveis por irregularidades sejam punidos de forma justa e eficiente, também é fundamental garantir, com o mesmo grau de importância, que inocentes não sejam condenados indevidamente.

29. 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. Como esses são elementos que exigem a verificação de mais de um indício, podemos dizer que um indício isoladamente considerado dificilmente poderia ser suficiente para uma condenação.¹

¹ Voto do Dir. Alexandre Rangel, acompanhado pela maioria do Colegiado, PAS CVM n° 05/2014, j. em 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
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.cvm.gov.br

2. Feitas essas considerações, apresento esta manifestação para tratar de alguns aspectos adicionais, ressaltando que quanto aos pontos não mencionados sigo o voto do Diretor Lobo.

II. FRAGILIDADE DA TESE DE INTUITO DE GANHO

3. Creio ser inverossímil que uma pessoa com cargo de diretor presidente de uma companhia em que fez carreira, ainda por cima do porte da Embraer, pudesse racionalmente arriscar sua reputação numa operação como a dos autos. Por informações disponíveis em pesquisa simples na internet, a remuneração do cargo em 2021 foi de mais de R\$ 10 milhões. Embora significativa em termos absolutos, em termos relativos a perda evitada, ainda que se considerasse ter sido de R\$128 mil como apontado pela Acusação, alcança montante pouco relevante – e menos ainda se considerado apenas o fechamento do dia seguinte, como o voto da Diretora Relatora esclarece ser a prática do Colegiado.

4. A construção do entendimento de uso da informação para obter benefícios tem como um de seus pilares a racionalidade do agente. Este não precisa acertar em sua previsão, mas a especulação atribuída pela acusação precisa fazer sentido, isto é, como o agente precisa agir com o intuito de ganhar, há que haver *ex ante* uma concatenação causal esperada entre a conduta e a obtenção do ganho. O risco de ser detectado com base em elementos como os utilizados pela Acusação aumenta numa taxa muito menor, se é que chega a aumentar, do que os retornos financeiros esperados com o aumento da posição.

5. Então, se havia a intenção e a disposição de se sujeitar a um risco que pouco ou nada aumentaria, por que uma pessoa como o Acusado racionalmente limitaria a venda às 45 mil ou mesmo às 87 mil ações que deu a ordem inicial para vender? Por que não montar uma operação maior? Por que não usar terceiros, para uma grande operação de venda a descoberto? Obter ganhos muito maiores a um risco igual ou mesmo menor seria muito simples para alguém com a posição, a sofisticação e as disponibilidades financeiras do Acusado. Tão simples que, aceitando a hipótese de que ele tomou a decisão de submeter-se aos riscos de detecção (como é necessário aceitar para que a Acusação proceda), seria irracional a escolha de ganhar tão pouco. Assim, como a racionalidade é uma premissa de qualquer acusação de *insider trading*, não vejo como concluir pela existência do dolo específico.



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.cvm.gov.br

6. Faça-se a ressalva de que, com o argumento do parágrafo anterior, não tenho a pretensão de negar o entendimento previamente sustentado pelo Colegiado, mencionado no item 75 do eminente voto da Diretora Relatora, de que *“insiders, por vezes, não alienam a mercado todas as ações que poderiam alienar, sem que isso em si seja elemento a atestar o não uso indevido da informação”*. Isto até é razoável –insiders podem ter a errônea impressão de que os filtros que detectam operações suspeitas têm eficácia proporcional ao volume. O que não me parece razoável é supor que o volume possa ser tão menor a ponto de trazer apenas risco, sem perspectivas de ganhos significativos. O mesmo vale, *mutatis mutandis*, para o argumento trazido no item 76 no referido voto, onde afirma que *“tampouco cabe concluir não ter havido o uso indevido (...) apenas porque o volume alienado ou a perda evitada não alcançaram cifras muito elevadas. Consoante reiterados precedentes da CVM (...) não é necessário que se esteja lidando com uma negociação de volume expressivo de ações, nem que o lucro auferido ou a perda evitada sejam significativos; aliás, a configuração do ilícito sequer depende do resultado efetivamente auferido nas negociações”*. Novamente, trata-se de entendimento que pode ser razoável conforme as circunstâncias de cada caso, mas me parece haver grande distância entre isto e supor que um agente econômico como o Acusado vá sujeitar-se ao risco sem ao menos poder ter retorno significativo.

III. CONDUTA INCOMPATÍVEL COM USO DA INFORMAÇÃO

7. Como bem indicado no voto de relatoria, não basta a posse da informação, sendo necessário sua efetiva utilização com a finalidade de auferir vantagem indevida (item 13). A propósito, veja-se a lição do Juiz Federal Dr. Marcelo Costenaro Cavali²:

Quem, com conhecimento de uma informação privilegiada com potencial influência sobre determinado valor mobiliário, realiza operações com ele, provavelmente atuou em razão desse conhecimento. (...)

Não se trata, porém, a rigor, de uma presunção, que permite a inversão do ônus da prova. Trata-se, sim, de verdadeiro indício que, concatenado com outros, servirá para sustentar a tese acusatória de acesso à informação.

Se, em contraposição a esses indícios, a defesa apresentar outros argumentos/fundamentos que poderiam justificar a realização da operação ainda que não se tivesse a posse da informação privilegiada, a decisão deverá ser tomada em favor do acusado, de acordo com o princípio da presunção de inocência. É uma questão de prova.

² Em *Insider Trading: Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, págs. 289-290.



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.cvm.gov.br

8. Entendo que não é possível concluir que houve utilização da informação nesse caso. A dinâmica da venda é muito informativa sobre esse ponto, como descrito nos itens 31 a 33 do Termo de Acusação. Uma vez vendidas 45 mil ações a R\$ 22,70, o Acusado não quis vendê-las por preço inferior. Nem mesmo no leilão de fechamento. Como conciliar tal conduta com a ideia de uso da informação com intuito de ganho, se os preços abaixo de R\$22,70 ainda não refletiam o conhecimento dessa informação pelo mercado? Qualquer que fosse o preço de mercado no pregão, ele estaria *necessariamente* acima do que se poderia esperar com a divulgação de um fato relevante visto como negativo.

9. O argumento da Acusação para explicar tal conduta foi de que o mercado não teria tido liquidez: *“cabe lembrar que a ordem original era bem superior, não tendo sido executada não por iniciativa do investidor, mas por falta de liquidez do mercado”*.

10. A suposta falta de liquidez a que alude a Acusação, porém, corresponde ao dia de maior volume (disparado) de negociação de EMBR3 dentre os 37 pregões listados na Tabela 2 da Acusação, que cobre o período de análise (item 16 do Termo de Acusação). O volume médio nesse período foi de 4,2 milhões de ações, com desvio padrão de 3,3 milhões. No pregão do dia 11 de janeiro, o volume foi de 18,5 milhões de ações³. Mais de quatro desvios-padrão acima da média! Ou seja: se alguma dificuldade houve para vender as ações, certamente não foi falta de liquidez.

11. Deste modo, mesmo que se supusesse que o Acusado tinha posse da informação (algo que é perfeitamente plausível de ser concluído a partir do livre convencimento motivado diante das evidências dos autos, como ocorre no voto da Diretora Relatora), ainda assim me parece impossível considerar ele fez uso dessa informação. Sua conduta foi exatamente a de quem não tem informação negativa sobre um ativo, pois fez questão de manter o preço mínimo elevado para o pregão em questão (que abriu a R\$ 22,75 depois da alta de raros 8,38%, maior alta diária do mercado em mais de um ano).

³ Os números exatos são os seguintes. Volume médio: 4.121.929 ações; desvio padrão: 3.257.897,611 ações; volume do dia 11/jan/2019: 18.529.000 ações; número de desvios-padrão acima da média: 4,42. Números calculados a partir dos dados da Tabela 2 – item 16 do Termo de Acusação.



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.cvm.gov.br

12. Entendo que tal conduta tem predominantemente a função conraindicária, como já apontado no voto do Diretor Otto Lobo, e realmente ela me faz pender pela crença de que o acusado não detinha mesmo a informação. Porém, além de conraindício do conhecimento, essa insistência no preço mínimo me parece prova determinante do juízo de que não houve *uso* da informação, mesmo que dela o Acusado tivesse posse. Usar *com intuito de ganho* a informação que se supõe capaz de derrubar os preços é absolutamente incompatível com a escolha de não vender o ativo a preços superiores aos que o agente espera serem praticados depois da divulgação.

13. Muito mais verossímil, assim, que a venda tenha tido em termos de *timing* apenas um aproveitamento da alta decorrente da revelação da aprovação da operação da Boeing (tanto assim que o Acusado fez questão de preço mínimo extremamente próximo ao da abertura imediatamente subsequente à respectiva divulgação), e num volume compatível com a troca de ativos que pretendia e realizou, isto é, reduzir sua posição em Embraer e adquirir o imóvel em Portugal conforme demonstrado nos autos.

III. SOBRE AS ATRIBUIÇÕES DO CARGO

14. A Defesa demonstrou que o estatuto da Embraer não atribuía ao cargo do Acusado funções diretamente ligadas às atualizações de projeções da companhia. Este ponto merece considerações adicionais, especialmente para fins de futuro uso deste caso como precedente. Relevante notar que isto por si só não impediria que ele tivesse tido acesso às informações. Pelo contrário, sua posição de diretor presidente torna não só possível como fácilimo que, querendo, tivesse tido acesso a elas, pelo que se reconhece a coerência da tese acusatória neste ponto, e a plausibilidade do entendimento, a partir dos elementos dos autos, de que o Defendente detinha posse da informação.

15. Por outro lado, em tese seria possível que as funções até constassem de suas atribuições, mas por alguma razão efetivamente não tivesse tido conhecimento do fato – dever fazer algo não significa que seja feito, por óbvio. É claro, contudo, que o ônus de produzir evidências de não ter tido conhecimento seria maior nessa hipótese. Se fosse no caso dos autos essa a única diferença, mesmo assim ainda há outros conraindícios muito fortes, tal como a acima referida inverossimilhança de que o Defendente fosse fazer uso de uma informação para buscar resultados relativamente tão pouco significativos.



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.cvm.gov.br

IV. SOBRE A PERDA EVITADA

16. Entendo relevante traçar também breves comentários sobre a discussão havida nos autos sobre qual teria sido a perda evitada. A Acusação considerou a desvalorização das ações nos três dias subsequentes à divulgação do fato relevante e a Defesa alega, pelo princípio da eventualidade, que caso este Colegiado entendesse pela procedência da acusação que considerasse a desvalorização ocorrida apenas no primeiro dia, não nos três dias como utilizado pela Acusação.

17. Concordo juridicamente com o Diretora Relatora nesse ponto, quanto a não ter a Acusação justificado a adoção desse parâmetro. Também entendo que a solução atualmente correta, para casos em que se entenda ter havido materialidade do ilícito, seja a proposta pela Diretora Relatora, por ser a prática do Colegiado.

18. Contudo, de um ponto de vista econômico tendo a considerar mais realista ou a observância do fechamento do próprio dia da divulgação, ou mesmo um período subsequente a ele, tal como os três dias da acusação (que me parecem intuitivamente razoáveis), mas desde que maneira fundamentada, com indicação dos critérios para tanto, especialmente tempo de adaptação do mercado à informação (tais critérios, porém, faltaram à Acusação, que parou logo antes de o preço ter subido um pouco no quarto dia). Note-se que se supuséssemos ser perfeitamente eficiente o mercado, no limite o preço de referência para apuração dos ganhos deveria ser o do microssegundo seguinte à divulgação do fato relevante, o que seria claramente inadequado. Quanto mais demorados a absorção e o processamento da informação pelo mercado, e quanto menor a liquidez do ativo em questão, mais longo faz sentido ser o período considerado.

V. CONCLUSÃO

19. Voto pela absolvição do Acusado em relação à infração ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002.

Rio de Janeiro, 21 de março de 2023.

João Accioly
Diretor