



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009219/2019-11

Reg. Col. 1670/19

Acusados: Cia. Bozano (sucessora por incorporação de Kadon Empreendimentos S.A.)

Sérgio Eraldo de Salles Pinto

Julio Raphael de Aragão Bozano

Assunto: Apurar eventual responsabilidade em virtude de (i) negociação de ações com base em informações privilegiadas, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002; e (ii) descumprimento do dever de sigilo, em infração ao art. 155, §1º da Lei no 6.404/76.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

Introdução

1. Trata-se de PAS¹ instaurado, em 11.09.2014, pela SMI, para apurar eventual responsabilidade de:

- (i) Kadon (incorporada pela Cia. Bozano), por supostamente realizar operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado da Embraer, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002;
- (ii) Julio Bozano, por supostamente determinar a realização, em nome da Kadon, de operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002; e
- (iii) Sérgio Eraldo, por supostamente infringir seu dever de sigilo de informações relevantes à Embraer em momento anterior à divulgação de Fato Relevante pela

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, quando não estiverem aqui definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



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

companhia no dia 21/12/2017, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76.

2. Este PAS é oriundo do Processo Administrativo CVM nº 19957.001462/2018-19, instaurado pela SMI, a partir de comunicado da Corretora a respeito de indícios de utilização indevida de informação privilegiada em operações de compra de ações de emissão da Embraer, realizadas pela Kadon, no período de 01.11.2017 a 16.11.2017.

3. Segundo a Corretora, após a divulgação da notícia sobre a possível fusão envolvendo a Embraer e a Boeing, em 21.12.2017, foi observada significativa valorização do referido papel. Acrescentou que, embora não tenha havido alerta de possível *insider trading* por meio do seu sistema de monitoramento interno, deu início a análise das operações realizadas após solicitação da sua mesa de operações.

4. Ao tomar ciência das informações prestadas pela Corretora, a SMI realizou diversas diligências, mediante a expedição de ofícios e tomada de depoimentos, com o objetivo de esclarecer sobre a operação de compra de ações de emissão da Embraer.

5. Em linhas gerais, os Acusados afirmaram que:

- (i) a Kadon era controlada diretamente pela Cia. Bozano, que por sua vez, era controlada por Julio Bozano;
- (ii) as decisões de alocação de recursos da Kadon no setor aeronáutico eram tomadas por Julio Bozano, dada a sua *expertise* no tema, ao passo que as ordens eram enviadas à corretora por sua Diretoria, a quem cabia essa atribuição;
- (iii) apesar de Sérgio Eraldo não fazer, desde 02.10.2017, mais parte da Diretoria da Kadon, o seu nome permaneceu de forma equivocada como pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade junto à Corretora;
- (iv) Sérgio Eraldo teve conhecimento das tratativas entre Boeing e Embraer em reunião com o Presidente do Conselho de Administração da Embraer, em 25.10.2017; e
- (v) Sérgio Eraldo e Julio Bozano se conheciam há décadas e mantinham vínculo estritamente profissional, com conversas presenciais regulares sobre temas de interesse do grupo Bozano, jamais havendo troca de informações confidenciais sobre empresas na qual Sérgio Eraldo atuasse como conselheiro independente.

6. Especificamente sobre a motivação econômica da compra das ações, Julio Bozano justificou com base no cenário aeronáutico nacional e internacional, em que se apresentava uma grande disputa comercial entre Boeing e Bombardier — amplamente retratada pela



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

mídia —, especialmente em função do anúncio pela Airbus, em 17.10.2017, da compra de fatia majoritária do programa de aeronaves C Series da Bombardier, fato percebido por analistas de mercado como “*um ponto positivo para a Embraer*”.

7. Já em relação à decisão de vender as referidas ações, Julio Bozano afirmou ter se dado em função da reação pelo então Presidente da República, Sr. M.T., em 21.12.2017, ao descartar a hipótese de venda de controle da Embraer, fazendo uso de sua “*golden share*”, caso necessário.

8. A par disso, a BSM encaminhou o Ofício nº 0175/2017-SAM-DAR-BSM², por meio do qual informou que “*não foi possível comprovar indícios de uso indevido de informações privilegiadas*” nas operações realizadas pela Kadon com ações da Embraer, motivo pela qual arquivou o processo.

9. A Acusação, por sua vez, deu seguimento a análise das operações realizadas pela Kadon, mediante a expedição de ofícios e tomada de depoimentos.

10. Finda a fase instrutória, a Acusação apresentou Termo de Acusação, no qual concluiu que, na operação de compra das ações de emissão da Embraer, Julio Bozano teria feito uso de informação privilegiada transmitida por Sergio Eraldo — qual seja, as tratativas referentes à fusão entre Boeing e Embraer, divulgadas por meio do Fato Relevante 2017 —, vislumbrando uma possível valorização do ativo, como veio a suceder.

11. Afirmou a Acusação que, após o seu conhecimento das negociações entre Boeing e Embraer (em 25.10.2017), Sérgio Eraldo, então conselheiro da Embraer e sócio e pessoa autorizada a emitir ordens em nome da Kadon, teria fornecido a Julio Bozano, controlador da Cia. Bozano, empresa controladora da Kadon, informações sigilosas relacionadas à referida transação, cujo comunicado ao mercado ocorreu por meio da divulgação do Fato Relevante 2017, em 21.12.2017.

12. A Acusação apontou como indícios do uso de informação privilegiada:

- (i) a proximidade entre Sérgio Eraldo e Julio Bozano;
- (ii) a operação com ações da Embraer poucos dias após Sérgio Eraldo ter tomado conhecimento das tratativas referentes à fusão entre Boeing e Embraer;



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

- (iii) a operação com ações da Embraer ocorrer após a Kadon passar aproximadamente 3 (três) anos sem operar no mercado de valores mobiliários; e
- (iv) a alegada contradição entre as justificativas apresentadas por Julio Bozano para as negociações de compra e venda dos papéis com um *timing* perfeito, eis que, para a compra do ativo, justificou que o negócio entre Embraer e Boeing parecia um passo quase certo, ao passo que, na justificativa para a venda, a mesma operação já parecia incerta e sujeita a possíveis complicações regulatórias, sem fatos novos relevantes que pudessem fundamentar essa brusca mudança de opinião.

13. No entendimento da SMI, ao proceder dessa maneira, Sérgio Eraldo teria descumprido o seu dever de guardar em sigilo aquelas informações, ao passo que Kadon teria, a mando de Julio Bozano, operado de posse de informação não divulgada ao mercado.

Mérito

Breves considerações acerca de Insider Trading

14. A imputação do ilícito de *insider trading* é, muitas vezes, de difícil comprovação. Sobre o tema, conforme jurisprudência do CRSFN, Acórdão/CRSFN nº 197/2018, votado por maioria, no Recurso de Ofício nº 10372.000460/2016-39, de minha relatoria, julgado em 20.09.2018:

“13. Provar a autoria e materialidade em um caso complexo de insider é como analisar um quebra cabeça de uma figura de girafa contendo quinhentas peças, em que trezentas destas foram perdidas e o acusado detém cerca de cento e cinquenta em seu poder.

14. É sempre um trabalho difícil, cabendo ao acusador investigar e demonstrar todos os indícios, como, no exemplo dado - as cinquenta peças disponíveis, que, para facilidade de compreensão, mostram somente as patas do mencionado ruminante africano.

15. Assim, deve o acusador atuar de forma diligente e provar ao julgador que, não obstante inexistirem as peças principais do quebra cabeça (e.g. cabeça e tronco da girafa) que comprovariam a autoria e materialidade do delito (mostrariam a cabeça e o rosto da girafa), as provas apresentadas pela acusação seriam suficientes para tanto (as peças detidas pela acusação mostram as patas da girafa, somente podendo se tratar deste animal ruminante africano). Ou seja, em casos de apuração de insider trading, quase nunca se tem todas as peças (indícios e provas), cabendo à acusação realizar uma investigação muito mais ampla, profunda e detalhada das poucas provas e indícios disponíveis de forma que consiga contribuir para formar o convencimento do julgador. A experiência deste Conselho demonstra que essa



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

complexidade aumenta quando, como no caso presente, há o envolvimento de instituições financeiras multisserviços, que, além de prestarem serviços de assessoria financeira (“investment banking – IB”, “wealth management” etc.), também realizam intermediação e/ou negociação direta de valores mobiliários por meio de veículos de investimento (“asset management”, “broker management” etc.)”.

15. O art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 atribui aos administradores de companhia aberta uma série de obrigações, dentre elas o dever de guardar sigilo sobre qualquer informação ainda não divulgada, ao dispor que:

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.

16. Para além de garantir que o mercado tenha acesso a informação de forma equânime, o principal objetivo do referido comando consiste em proibir os administradores de utilizar qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para obter vantagem para si ou para outrem, mediante a compra ou venda de ações em condições privilegiadas²⁻³.

17. A Lei nº 10.303/2001 acrescentou o §4º ao art. 155, estendendo a vedação ao uso indevido de informação privilegiada a qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, também chamados *insiders* secundários ou de mercado:

² O modelo regulatório brasileiro, seguindo o modelo norte americano capitaneado pela Securities and Exchange Commission - SEC, é baseado no princípio da *full and fair disclosure*, adotando três principais estratégias: (i) a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; (ii) a vedação ao uso de informações privilegiadas; e (iii) a proibição de práticas que falseiem/manipulem o mercado.

Com efeito, a divulgação de informações de forma equânime a todo mercado tem como objetivo evitar a assimetria informacional relevante e assegurar a competição entre os investidores em relação a interpretação das informações disponíveis. Ademais, como bem pontuado por Julio Ramalho Dubeux, “*o aspecto protetivo do disclosure (...) também protege as empresas honestas, isto é, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos no mercado*” (DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris Ed. 2006, p. 48)

³ Nelson Eizirik ensina que “o mercado é eficiente quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e sobre as entidades emissoras. Ademais, quanto mais rapidamente as cotações refletirem as novas informações, mais eficiente será o mercado. Assim, o ‘modelo ideal’ de mercado é aquele em que as cotações dos títulos reflitam todas as informações relevantes e publicamente disponíveis para todos, o que se busca alcançar mediante uma legislação que promova o disclosure (ampla divulgação das informações).” (A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 371).



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

Art. 155 [...]

§4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

18. A regra prevista no referido dispositivo legal foi regulamentada no art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002:

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 referenciado.

19. Como já me manifestei em outras oportunidades, o Colegiado desta Autarquia já sedimentou entendimento de que 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)** o acesso privilegiado a tal informação; **(iii)** sua efetiva utilização em uma negociação com valores mobiliários do emissor ao qual à informação se refere; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem indevida para si ou para terceiros.

20. No caso em análise, a Acusação entendeu que Sérgio Eraldo teria descumprido o seu dever de guardar em sigilo informações relevantes da Embraer, as quais supostamente teve acesso em momento anterior à divulgação de Fato Relevante 2017 pela Companhia, tendo repassado tais informações para Júlio Bozano. Subsequentemente, Kadon teria, a mando de Julio Bozano, operado de posse de informação não divulgada ao mercado, sendo ambos acusados de realizar operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado da Embraer, assim chamados, *insiders* secundários.



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

21. Diferentemente do que ocorre nos casos de *insider* primário⁴, no caso de *insider* secundário não se aplica a presunção relativa de acesso prevista na ICVM nº 358/02⁵, cabendo à Acusação, portanto, a comprovação da presença dos elementos do ilícito administrativo, listados no item 19 acima.

22. Por outro lado, o Colegiado⁶ também já pacificou entendimento de que é possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, desde que haja um conjunto robusto de indícios⁷, aptos a convencer o julgador, na forma do princípio do livre convencimento

⁴ “Com relação aos ‘insiders primários’, existe, na esfera do direito administrativo sancionador, uma presunção *juris tantum* de que, tendo em vista a posição que ocupam na companhia, eles detêm a informação relevante e que, por essa razão, a eventual negociação com papéis de emissão da companhia é irregular. Contudo, com relação ao ‘insider secundário’, não existe tal presunção, cabendo à CVM a produção de prova efetiva de que ele tinha conhecimento dos fatos não relevados ao mercado” (EIZIRIK, Nelson et. al. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. 3ª. ed. rev. ampl. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2011, pp. 563-564)

⁵ O Colegiado da CVM já pacificou o entendimento de que, nos casos de *insiders* secundários, não vigora qualquer presunção sobre a posse da informação privilegiada, cabendo à acusação provar a posse da informação, conforme excerto do voto do Presidente Marcelo Trindade, proferido no âmbito do PAS CVM nº 13/00, julgado em 17.04.2002: “Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-ia presumir presunção *juris tantum* que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis. Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que "tratando-se de um 'insider de mercado', ou 'tippee', não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação”.

Aliás, o mesmo ilustre jurista já afirmara tal posição em artigo de 1983, dizendo: “*Tratando-se o 'insider' de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção juris tantum' de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de insider de mercado, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante*”

No mesmo sentido: PAS CVM nº 2/85, diretor relator Nelson Eizirik, j. 11.11.1986; PAS CVM nº 17/02, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 2004/0852, Diretor Relator Sérgio Weguelin, j. 30.05.2006; PAS CVM nº 04/04, Presidente Relator Marcelo Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº 2003/5669, Diretor Relator Sérgio Weguelin, j. 11.07.2006.

⁶ PAS CVM nº RJ2013/10579, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 10.03.2015; PAS CVM nº RJ2014/3225, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13.09.2016; PAS CVM nº 25/2010, diretor relator Henrique Machado, j. em 04.07.2017; e PAS CVM nº RJ2016/5039, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 26.09.2017.

⁷ O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ao apreciar o recurso da decisão do PAS CVM nº 24/2005, em 23.2.2013 (Recurso nº 12.358), asseverou que: “a configuração do ilícito de insider 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”.



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

motivado do julgador.

23. Como exposto acima, naturalmente, é de se esperar que existam poucas provas claras acerca da referida prática ilícita, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração — que, além de ilícito administrativo, consiste em crime contra o mercado de capitais (Lei nº 6.385/76, art. 27-D) — e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.

24. Nesse sentido, a análise de indícios⁸ e contra indícios é de suma importância para apuração dos fatos e correto julgamento da lide.

25. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação do acusado, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia⁹⁻¹⁰. De forma contrária, como bem pontuado pela então Diretora Norma Parente,

⁸ Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

⁹ Neste sentido, importante transcrever excerto do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011: “Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal”. No âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. 19.07.2016, o Diretor Gustavo Tavares Borba, assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.” No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. 14.10.2021.

¹⁰ De igual modo, o Poder Judiciário já se manifestou em diversas situações: “*Diante do sistema de livre convicção do juiz, encampado pelo Código de Processo Penal, a prova indiciária, também chamada circunstancial, tem o mesmo valor das provas diretas. [...] Assim, indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade são suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado*” (TRF-2, Segunda Turma Especializada, Processo nº 2009.51.01.800930-0, Rel. Des. Liliane Roriz, j. 13.04.2010).

“*Desde os primórdios do Direito, ou seja, da mais remota antiguidade, os indícios e presunções sempre foram admitidos em doutrina, como elementos de convicção. Assim, na ausência de confissão voluntária, a prova da condição subjetiva, tal como o saber ou o conhecer, somente pode ser feita através de indícios e presunções, desde que veementes, ao prudente arbítrio do Juiz. Quando este se despe de seu poder-dever de firmar convicção, por todas as evidências, relegando-se à análise de provas diretas, a impunidade se estabelece como regra geral (TASP, Rel. Carvalho Neto...). O indício vale como qualquer outra prova e impossível o estabelecimento de regras práticas para apreciação do quadro indiciário. Em cada caso concreto, incumbe ao juiz sopesar a valia desse contexto e admiti-lo como prova, à luz do art. 239 do CPP. Uma coleção 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

“[a] existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”¹¹.

26. Como o *insider trading*, além de infração administrativa, se trata de ilícito de natureza penal (cuja pena é reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem obtida indevidamente com o ilícito), entendo ser ainda mais imprescindível a existência de um robusto conjunto de elementos probatórios para fins de responsabilização dos Acusados.

Autoria e Materialidade

27. Feitas as breves considerações teóricas acerca do *insider trading*, passo à análise de autoria e materialidade de cada acusado.

28. As investigações que levaram ao presente PAS foram originadas de comunicado da Corretora a respeito da identificação de atipicidades em operações de compra de ações de emissão da Embraer, em datas próximas à publicação do Fato Relevante 2017, indicando a presença de indícios de utilização indevida de informação privilegiada.

29. Segundo a Corretora, em 21.12.2017, após a publicação de notícias sobre a possível fusão envolvendo a Embraer e a Boeing, foi observada uma significativa valorização de EMBR3. Posteriormente, entre os dias 04 e 19.01.2018, essas ações, bem como todas as

indícios, coerentes e concatenados, pode gerar a certeza reclamada para a condenação (TASP, Rel. Renato Nalini...). É válido, de acordo com o sistema adotado pelo Código de Processo Penal, que o juiz forme sua convicção através de prova indireta, ou seja, a partir de indícios veementes que induzam àquele convencimento de maneira indubitadas (TAMG, Rel. Francisco Brito...). A prova indiciária só por si poderá decidir sobre o verdadeiro convencimento do julgador, face ao princípio adotado em nossa processualística penal e consolidado na disposição do art. 157 do diploma adjetivo (TJMT, Rel. Raul Bezerra...). (in Código de Processo Penal e sua Interpretação Jurisprudencial, vol. 2, ed. RT, 1999, pág. 1.887)” (TJRS, 1ª Câmara Criminal, Processo nº 0043934-81.2012.8.21.7000, Rel. Des. Sylvio Baptista Neto, j. 18.07.2012).

¹¹ PAS CVM nº 06/95, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 05.05.2005. No mesmo sentido é o voto proferido pela mesma Diretora, no PAS CVM nº 24/00, j. 18.08.2005: “3. A prova indiciária é uma prova indireta, circunstancial, de inferências, partindo de dados e circunstâncias conhecidos (fatos provados) para os fatos desconhecidos (fatos probandos), através de um raciocínio de estrita lógica formal. Não é uma prova menor, nem imperfeita, e constitui prova suficiente a autorizar a condenação. É inquestionavelmente válida, porque fundada na razão, e tem um significativo peso na elucidação dos fatos. Distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada. 4. Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.”



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

demais ações EMBR3 detidas pela Kadon foram vendidas.

30. No presente caso, o Termo de Acusação traz a cronologia dos fatos que antecederam a publicação do Fato Relevante 2017, com base nas informações prestadas pela Companhia:

Data	Eventos
28.09.2017	Início das tratativas entre a Companhia e a Boeing.
25.10.2017	Sérgio Eraldo teve acesso às informações privilegiadas.
01, 06 a 10, 14 e 16.11.2017	Kadon adquire ações de emissão da Companhia.
21.12.2017	Divulgação do Fato Relevante 2017.
04 e 19.01.2018	Kadon vende suas ações de emissão da Companhia.

31. Conforme apurado no curso da investigação, Sérgio Eraldo, à época membro do conselho de administração da Kadon e conselheiro de administração independente da Embraer, teria tido acesso à informação sobre as tratativas entre Boeing e a Embraer, em 25.10.2017. Segundo a Acusação, de posse dessa informação, ele a teria transmitido a Julio Bozano, que, por sua vez, teria operado, por intermédio da Kadon, empresa controlada pela Cia Bozano, da qual ele era controlador, o papel EMBR3 em datas anteriores à divulgação da operação ao mercado.

32. No caso ora analisado, não obstante Julio Bozano não possuir vínculo com a Embraer à época das operações, face a ausência de prova direta do acesso à informação privilegiada, a Acusação procurou demonstrar a verossimilhança do seu conhecimento, via Sérgio Eraldo, com base em um conjunto de indícios reunido na fase de instrução.

33. Neste sentido, os indícios apresentados pela Acusação para fundamentar a sua tese referem-se **(i)** ao vínculo profissional e pessoal existentes entre Sérgio Eraldo e Julio Bozano; **(ii)** à atipicidade das operações da Kadon, realizadas após passar aproximadamente três anos sem operar no mercado de valores mobiliários; **(iii)** ao *timing* dos negócios realizados anteriormente à divulgação do Fato Relevante 2017, que influenciou de forma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

bastante significativa os preços das ações EMBR3; e (iv) às contradições presentes nas justificativas prestadas por Julio Bozano para a realização das operações.

Elementos da Infração

(i) *A existência de uma informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.*

34. Aqui não há dúvida quanto à existência da informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, consistente nas tratativas quanto à potencial combinação de negócios entre a Boeing e a Embraer, objeto de divulgação por meio de fato relevante em 21.12.2017.

35. A informação privilegiada caracteriza-se como informação relevante e sigilosa de emissor de valor mobiliário, que, caso divulgada, potencialmente influi na decisão do investidor de compra ou venda deste ativo ou na determinação de seu preço^{12 13}. Por outro lado, uma vez tornada pública, a informação perde o seu caráter sigiloso, não se afeiçoando, a partir daí, ao conceito de informação privilegiada, para fins de responsabilização por *insider trading*.

36. Voltando ao caso concreto, o cerne da questão está em analisar se Sérgio Eraldo teria descumprido o seu dever de guardar em sigilo em relação às informações acerca dos referidos negócios, repassando-as a Julio Bozano, e, por outro lado, se Kadon, a mando deste último, teria operado de posse de informação não divulgada ao mercado.

37. Adianto, desde já, que não vislumbro elementos probatórios suficientes a corroborar a tese acusatória de que Sérgio Eraldo teria vazado informações privilegiadas para Julio Bozano, tampouco, a demonstrar que as operações, realizadas pela Kadon, a mando de Julio Bozano, com ações da Companhia, se deram mediante uso de informação privilegiada.

(ii) *Acesso a informação privilegiada*

38. Segundo a tese acusatória, Sérgio Eraldo e Julio Bozano possuíam relação profissional há mais de 30 anos e mantinham contato frequente, o que, no entendimento da

¹² Cf. PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14.09.2005.

¹³ No mesmo sentido: Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/3402, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 13.12.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Acusação, “*demonstra relação de confiança [e] torna provável uma troca de informações acerca das negociações da Embraer em momento anterior à sua divulgação ao mercado*”.

39. Neste aspecto, observo que Sérgio Eraldo e Julio Bozano, embora não contestem a existência de relacionamento profissional de longa data, refutam o argumento apresentado pela Acusação de que teriam trocado informações acerca da operação de fusão da Embraer com a Boeing, antes de sua divulgação ao mercado.

40. Com efeito, ainda que relações pessoais ou profissionais possam ser consideradas indícios que indicam a transmissão de informação privilegiada, a mera existência destas relações isoladamente consideradas não são suficientes para se concluir pelo repasse de informação privilegiada, pois é essencial que existam evidências fortes e robustas que demonstrem que o acusado efetivamente teve acesso a uma informação concreta, real e não apenas um rumor¹⁴, isso porque não se pode presumir que alguém, cujo cargo não possua acesso à informação privilegiada, tenha tido acesso a ela.

41. Assim, ao meu juízo, a Acusação não logrou em comprovar que Julio Bozano, por meio de suas relações com Sérgio Eraldo, teve efetivo acesso à informação privilegiada, pilar intransponível para caracterização do ilícito de *insider trading*.

42. O acusado só poderá ser punido caso seja demonstrado que ele teve acesso à informação privilegiada, e que se utilizou desta para obter vantagem. A despeito disso, a Acusação da CVM entendeu que bastaria, para acusar, a informação do relacionamento profissional antigo dos dois Acusados, Sérgio Eraldo e Julio Bozano.

43. No meu entendimento, cabe sim à CVM o ônus de provar o acesso à informação privilegiada e a sua utilização com o objetivo de obter vantagem.

44. Não obstante a CVM já ter sedimentado entendimento de que, “*caso os indícios da infração sejam robustos, múltiplos e convergentes, não se afigura necessário que se prove*

¹⁴ PAS CVM nº 13/2000, j. 17.4.2002; PAS CVM nº 11/2008, j. 21.8.2012; PAS CVM nº RJ2011/2789, j. 28.08.2012; PAS CVM nº RJ2013/1730, j. 18.08.2015; PAS CVM nº 26/2010, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 07.08.2018; PAS CVM 19957.011659/2019-39, j. 01.12.2020.



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

*o caminho que a informação percorreu até aquele que a utilizou indevidamente*¹⁵, tal assunção somente pode ser (e tem sido) adotada dentro dos limites por ela fixados, ou seja, na presença de um conjunto de elementos — histórico de negociações do acusado, *timing* das operações, justificativas insubsistentes ou contraditórias para os negócios, entre outros — que suporte a convicção de que, mesmo ausente a prova direta de como se deu o acesso à informação, somente a sua posse por parte do acusado justificaria as operações infirmadas¹⁶.

45. Essa comprovação, contudo, não foi feita pela Acusação. O que consta dos autos é que os acusados, Sérgio Eraldo e Julio Bozano, possuíam relação profissional antiga e mantinham contato frequente, o que, no entendimento da Acusação, demonstraria relação de confiança, fato que tornaria provável a troca de informação sobre as negociações de ações da Embraer, anteriormente ao momento da divulgação do fato relevante.

46. Dessa forma, entendo que, neste ponto, o indício apresentado pela Acusação, consubstanciado na relação profissional antiga dos dois Acusados, não é suficiente para levar o julgador à conclusão de que a probabilidade dos Acusados terem cometido os atos que lhe são imputados é elevada o bastante e suficiente para provar que ocorreu o ilícito de uso de informação privilegiada antes de sua divulgação.

47. Como mencionado acima, nos casos de *insider* secundário não se aplica a presunção relativa de acesso prevista na ICVM nº 358/02, diferentemente do que ocorre nos casos de

¹⁵ Este entendimento consolidou-se a partir do PAS CVM nº 24/2005, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 07.10.2008, em que o Relator buscou responder à pergunta: “*o uso indevido de informação privilegiada pode restar configurado sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada?*”, à que, com base nas razões expostas em seu voto, respondeu: “*A meu juízo sim*”. À mesma conclusão chegou o Diretor Marcos Barbosa Pinto neste precedente inicial, quando, em sua manifestação de voto, após apontar que o §4º do art. 155, da Lei nº 6.404/1976, “*não exige que o informante seja identificado*”, mas apenas “*que a pessoa que negociou no mercado tenha tido acesso*” à informação relevante ainda não divulgada ao mercado, afirmou que a maneira “*como o acusado adquiriu a informação (...) é uma questão fática, de avaliação probatória; ela não é uma questão jurídica*”. Outros exemplos: PAS CVM nº 01/2014, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19.06.2018; PAS CVM nº RJ2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18.12.2015; e PAS CVM nº RJ2015/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21.07.2015.

¹⁶ Nessa direção, bem sintetizou o Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, em seu voto no PAS CVM nº RJ2012/9808, j. em 18.12.2015: “*Na falta da prova direta do acesso privilegiado à informação relevante, a Acusação fica obrigada a reunir outros elementos que, analisados em conjunto, permitam, por indução lógica, concluir com convicção que as negociações dos Acusados se deram em função do conhecimento da 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

insider primário, cabendo à acusação, portanto, a comprovação da presença dos elementos do ilícito administrativo, listados no item 22 acima.

48. Assim, para se avaliar se uma operação ocorreu mediante o uso de informação privilegiada, invariavelmente, torna-se necessário realizar uma análise conjuntural de todos os indícios e contra indícios apresentados nos autos. Se, ao final desta análise, os indícios inclinarem a balança definitivamente para um lado ou para outro, o julgador deve decidir em conformidade com esta interpretação conjuntural; mas, se tal análise estiver tão equilibrada que o julgador seja incapaz de chegar a uma conclusão, então o acusado deve ser inocentado, pelo princípio universal *in dubio pro reo*, adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro.

49. A esse respeito, Nelson Eizirik consagrou que “[m]ediante a aplicação analógica do princípio contido no artigo 156, do Código de Processo Penal, nos termos do qual a prova da alegação incumbirá a quem a fizer, [ou seja, a administração pública] compete à CVM demonstrar os fatos caracterizadores do ilícito, assim como a responsabilidade do presumido infrator. A ausência de provas deve acarretar o arquivamento do processo ou a absolvição do indiciado, pois milita a seu favor uma presunção relativa de inocência: ‘in dubio pro reo’”¹⁷.

50. De qualquer forma, certo é que a efetiva condenação em processo administrativo sancionador do ilícito de *insider trading* exige uma ampla, profunda e detalhada investigação, que revele indícios fortes, robustos e convergentes que permitam formar um quadro de segurança compatível com o almejado pela verdade real, fundamentando uma condenação, não podendo o ilícito ser comprovado somente por mera presunção.

51. Portanto, descartada a mera existência de relação profissional entre Sérgio Eraldo e Julio Bozano como indício capaz de comprovar o repasse da informação do primeiro para o segundo, passo a analisar os outros indícios apontados pela Acusação, como caracterizadores do acesso à informação privilegiada.

52. Primeiramente, o *timing* das operações realizadas pela Kadon em momento anterior à divulgação de um fato relevante que um de seus conselheiros já tinha conhecimento, bem

¹⁷ “EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 427-428.



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

como a atipicidade desses negócios, frente ao histórico de poucos movimentos no mercado de valores mobiliários pela Kadon, sobretudo, pelo fato de as compras terem sido realizadas após quase três anos sem realizar operações.

53. Em sua defesa, Julio Bozano alega que as operações tidas como irregulares consistiam em continuação da estratégia de alocação em Embraer que já vinha sendo implementada no grupo Bozano desde o início de outubro de 2017, mediante a compra de ADRs de Embraer entre os dias 03 e 19.10.2017, por meio das empresas IMI e NODC, o que, em seu entendimento, afasta qualquer suspeita de uso de informação privilegiada.

54. A meu ver, esses fatos enfraquecem a tese da Acusação de que a Kadon, a mando de Julio Bozano, teria feito negócios em 01, 06, 07, 08, 09, 10, 14 e 16.11.2017 motivada pelo conhecimento da potencial combinação de negócios entre a Boeing e a Embraer, supostamente transmitida por Sérgio Eraldo, ainda em sigilo, e tornam factível a explicação dada em sua defesa de que as referidas operações compunham estratégia de investimento em EMBR3 definida por Julio Bozano no âmbito do grupo Bozano, que já vinha sendo implementada antes da ciência pelo Sérgio Eraldo, em 25.10.2017, da informação privilegiada.

55. Embora a Acusação tenha refutado essa alegação, afirmando que a justificativa que levou Julio Bozano a adquirir EMBR3, por meio da Kadon — a notícia sobre a associação entre Airbus e Bombardier — tenha sido divulgada em 17.10.2017, ou seja, após as compras dos papéis pela IMI e NODC, iniciadas em 03.10.2017, no meu entender, este argumento se contrapõe aos argumentos da Acusação de que a real motivação para as operações objeto deste PAS teria sido o conhecimento da informação ainda não divulgada.

56. Cabe aqui examinar os argumentos ventilados pela defesa dos Acusados em sede de memorial complementar¹⁸ sobre certos investimentos *off-shore* realizados por IMI e NODC, que não foram incluídos no depoimento do Sr. Julio Bozano ou em sua resposta ao Ofício nº 48/2019/CVM/SMI/GMA-23, já que o período destes investimentos — outubro de 2017 — não foram objeto de questionamento pela CVM em sede de acusação.

57. Conforme consta no Termo de Acusação do presente Processo Administrativo

¹⁸ Doc. 2014155.



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

Sancionador, o procedimento foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, para apurar eventual responsabilidade de:

- (i) Kadon, por realizar operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado da Embraer, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente¹⁹ ICVM nº 358/2002;
- (ii) Julio Bozano, por determinar a realização, em nome da Kadon, de operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002; e
- (iii) Sérgio Eraldo, por infringir seu dever de sigilo de informações relevantes à Embraer em momento anterior à divulgação de Fato Relevante pela companhia no dia 21.12.2017, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76.

58. Nesse sentido, verifico que a defesa dos Acusados não se manifestou sobre a questão de possível aquisição da informação pelo Sérgio Eraldo antes do dia 25.10.17, já que esta questão não foi objeto da Acusação. Assim, vejo que a interpretação da questão da transmissão de informação de Sérgio Eraldo para Júlio Bozano feita pela acusação foi baseada em indícios avaliados pela própria Acusação — (i) o contato frequente entre Julio Bozano e Sérgio Eraldo; e (ii) que ambos tinham relação profissional há mais de 30 anos. Porém, não obstante o bom trabalho de investigação e formulação de acusação feita pela área técnica, não há nos autos provas ou indícios sobre quando exatamente essa informação teria sido transmitida. Entendo, ainda, que qualquer leitura ou interpretação sobre a possível aquisição da informação por Sergio Eraldo antes de 25.10.2017 teria que ser pautada em duas presunções, (i) de que esta transmissão de informação relevante ocorreu em período antes de 25.10.2017, sendo que a própria acusação não entendeu desta forma - vale dizer que, na manifestação técnica após a defesa, a acusação não entendeu assim; e, (ii) a presunção de transmissão da informação por Sérgio Eraldo para Júlio Bozano.

59. Aqui ressalto que julgo como determinante o fato da Acusação ter considerado a data de 25.10.2017 como o dia em que o Sérgio Eraldo tomou conhecimento da informação relevante, pois a defesa apresentada pelos Acusados foi baseada nesta acusação específica. Assim, entendo que não se pode alterar a Acusação neste detalhe, em respeito aos princípios

¹⁹ A Instrução CVM nº 358/2002 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/2021.



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

do contraditório e da ampla defesa. Vejo que estes princípios vedam a possibilidade de se alterar a acusação sem ouvir os acusados, mediante uma reclassificação jurídica dos fatos e alteração da acusação formal, com a reabertura de prazo para defesa, tudo isso com o objetivo de se evitar decisões surpresa. Se a mera reclassificação exige reabertura de prazo, uma alteração material dos fatos narrados pela acusação, como a que viesse a considerar conhecimento da informação antes de 25.10, parece-me impropria pois decorreria de uma usurpação pelo órgão julgador de prerrogativa exclusiva do órgão acusador.

60. Ainda que o movimento de compra inicial (realizado por intermédio da IMI e NODC²⁰) não tenha se dado em monte tão significativo quando comparado às operações realizadas pela Kadon²¹, trata-se de forte contra indício, na medida em que demonstra que a decisão inicial de Julio Bozano de investir em EMBR3 foi tomada quando ainda não existia a informação privilegiada, uma vez que antecedeu a ciência por Sérgio Eraldo, em 25.10.2017, das tratativas entre Boeing e Embraer.

61. Este quadro torna plausível, que Julio Bozano tenha, de fato, iniciado a sua estratégia de investimento em EMBR3 no âmbito do grupo Bozano no início de outubro de 2017, em um volume reduzido, sendo intensificado posteriormente, diante da notícia sobre a fusão entre Airbus e Bombardier.

62. Neste sentido, entendo que o investimento feito pela Kadon em EMBR3 não se tratou de algo isolado, conforme abordado no Termo de Acusação, pelo contrário, se coaduna com a estratégia de investimento que Julio Bozano sustentou perseguir no âmbito do grupo Bozano.

63. Outro fator que pesa a favor dos Acusados é o fato de a Kadon ter desfeito a sua posição em EMBR3 duas semanas após a divulgação do Fato Relevante 2017²²⁻²³. Afinal, *“a conduta mais típica de quem negocia de posse de informação relevante é o desfazimento*

²⁰ Tanto IMI quanto NODC adquiriram, cada uma, nos pregões do dia 03 e 04.10.2017, um total de 87.535 BDRs da Embraer, no valor de US\$ 2,011,732.02.

²¹ Kadon adquiriu um total de 1.067.000 ações EMBR3, totalizando R\$ 16.985.571,00.

²² Kadon vendeu sua posição em EMBR3 entre os dias 04 e 19.01.2018.

²³ O mesmo vale para IMI e NODC que venderam suas posições em EMBR3 nos dias 04, 05 e 08.01.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*de sua posição imediatamente após a divulgação da informação, de modo a alavancar seus ganhos com a variação do preço do papel*²⁴.

64. Ademais, deve-se ressaltar que a BSM, ao analisar as gravações das transmissões de ordens, bem como as operações objeto deste PAS, constatou que “*não foi possível comprovar indícios de uso indevido de informações privilegiadas*”, motivo pelo qual arquivou o processo BSM nº 0013/2018.

65. Por fim, não se pode ignorar o histórico relevante de atuação de Julio Bozano no setor aeronáutico e as pertinentes explicações trazidas aos autos acerca da motivação econômica que embasou a decisão de compra, tal como o cenário aeronáutico nacional e internacional (com disputas comerciais entre grandes *players* do mercado, em especial a fusão entre Airbus e Bombardier) e, posteriormente, a decisão de venda, com a repercussão negativa no governo federal à época acerca de eventual fusão entre Embraer e Boeing, que poderia impactar negativamente o valor das ações da Companhia.

66. Por derradeiro, cabe destacar o apurado no Inquérito Policial instaurado a partir de comunicação da CVM, no âmbito do qual se investigava os mesmos fatos neste PAS apurados²⁵, e por meio do qual a autoridade policial concluiu pelo arquivamento do processo, “*tendo em vista a ausência de justa causa para sua tramitação, bem como ausência de possíveis linhas investigativas aptas a angariar maiores elementos de prova*”.

67. Consoante apurado no referido inquérito, a autoridade policial afirmou que:

1) De fato não há qualquer indício concreto de que SERGIO ERALDO DE SALLES PINTO teria repassado a JULIO RAPHAEL DE ARAGÃO BOZANO informação privilegiada, salvo a existência de relação próxima entre estes.

2) JULIO RAPHAEL DE ARAGÃO BOZANO realmente aparenta ser profundo conhecedor do mercado aeronáutico, de forma que soa coerente suas alegações quanto à existência de uma estratégia de compra das ações (sic) da EMBRAER tendo em vista a disputa entre as empresas Boeing e Bombardier, bem como a união entre esta última com a Airbus, o que poderia acarretar na aproximação da EMBRAER com a Boeing. Neste sentido, a defesa de JULIO apresentou manifestações feitas por analistas do setor e pela mídia especializada já prevendo tal aproximação, antes da compra das ações pela KADON. Tal informação é corroborada pelo fato de que outras empresas do "grupo Bozano" teriam realizado compra de ações da EMBRAER antes da KADON e antes da data em que SERGIO teria tomado

²⁴ PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 15.06.2021.

²⁵ O inquérito policial foi instaurado a partir de comunicação da CVM.



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

conhecimento da possível negociação.

3) A tese apresentada pela defesa de JULIO de que a compra das ações teria sido influenciada pela aproximação entre Boeing e EMBRAER e que a venda estaria relacionada ao possível veto do governo brasileiro apresenta certa lógica, tendo em vista que a venda ocorreu apenas após manifestações do governo brasileiro de que realizaria possível veto à negociação.

68. Em relação a alegação de Sergio Eraldo, apresentada em sede de memoriais, de que seria impossível a transmissão de informações em encontro com Julio Bozano, pois esteve ausente do país no período após o conhecimento da negociação entre a Embraer e a Boeing, entendo não ser suficiente para impossibilitar a eventual transmissão da informação. Até porque a sua ausência se deu 5 dias após a sua ciência da informação privilegiada. Apesar disso, como mencionei acima, os elementos apresentados pela Acusação não foram suficientes para formar o meu convencimento acerca da efetiva transmissão da informação privilegiada.

69. Por tais motivos, ainda que não deixe de reconhecer que também haja indícios a corroborar a tese acusatória, entendo que os contra indícios apontados pelos Acusados, sobretudo a comprovação da estratégia de investimento em EMBR3 elaborada por Julio Bozano no grupo Bozano, que se iniciou antes de Sérgio Eraldo ter conhecimento da informação privilegiada, põe em dúvida o cometimento da infração.

70. Pelo acima exposto, em seu conjunto, não vislumbro nos elementos probatórios acostados aos autos uma base sólida, convergente e consistente a possibilitar a conclusão pela tese de que Julio Bozano, por meio da Kadon, teria realizado negócios com EMBR3 de posse de informação privilegiada sobre o Fato Relevante 2017. Não tendo sido comprovado a posse da referida informação por Júlio Bozano, tampouco comprovou-se que Sérgio Eraldo teria violado o seu dever de sigilo das informações acerca das tratativas entre a Boeing e a Companhia.

71. No caso, diante dos relevantes contra indícios apontados, entendo que o nível de dúvida quanto à efetiva transmissão da informação relevante, por parte de Sergio Eraldo, e a suposta utilização de tal informação nos negócios realizados pela Kadon, encontra-se em um grau que coloca em dúvida a procedência da Acusação.

72. Não havendo, a meu ver, elementos com base no conjunto probatório trazido aos autos para concluir que houve a efetiva transmissão da informação relevante, por parte 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

Sergio Eraldo, e a suposta utilização de tal informação nos negócios realizados pela Kadon. Os indícios apresentados pela Acusação, consubstanciados na relação profissional antiga dos dois Acusados pessoas físicas no *timing* e na suposta atipicidade das operações, bem como na alegada contradição das justificativas apresentadas para os negócios, não foram capazes de culminar na responsabilização pela prática do ilícito, face aos contra indícios apresentados pelos Acusados.

73. Fato é que a comprovação do acesso à informação privilegiada é fundamental para imputação do *insider trading* secundário, mesmo que não se comprove de que forma ele se deu, já que não se aplica a presunção relativa de acesso prevista na ICVM nº 358/02. Assim, não comprovada a efetiva transmissão da informação relevante, seja por forma direta, por meio de Sergio Eraldo, ou indiciária, restou afastada a presença de um dos elementos caracterizadores do ilícito administrativo, listados no item 19 acima, qual seja, o acesso à informação privilegiada.

74. Nesse diapasão, ausente a comprovação de que Julio Bozano teria tido acesso a informações ainda não divulgadas, não vejo como prosperar a acusação em face de Sergio Eraldo, de violação ao seu dever de sigilo, consoante o art. art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, na forma como proposta pela Acusação.

iii. Utilização da informação privilegiada com a finalidade de auferir vantagem.

75. Ainda que se admitisse, por hipótese, que Julio Bozano tenha tido acesso à informação não divulgada ao mercado da Embraer, me parece impossível considerar que ele teria se valido dessa informação com a finalidade de auferir vantagem.

76. A uma, porque considero críveis as justificativas apresentadas pelo Acusado Julio Bozano, com relação à motivação econômica da compra e posterior venda das ações de emissões da Embraer. A motivação econômica da compra das ações está justificada com base na notícia do cenário aeronáutico nacional e internacional, em que existia à época uma relevante disputa comercial entre Boeing e Bombardier — e, pelo anúncio feito pela Airbus sobre a compra de uma participação majoritária do programa de aeronaves C Series da Bombardier.

77. A duas, porque a alegação de Julio Bozano de que as operações tidas 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

irregulares consistiam em continuação da estratégia de alocação em Embraer que já vinha sendo implementada no grupo Bozano desde o início de outubro de 2017, mediante a compra de ADRs de Embraer entre os dias 03 e 19.10.2017, por meio das empresas IMI e NODC, enfraquecem sim a tese da Acusação; e, tornam sim factível a justificativa dada em sua defesa de que as referidas operações compunham estratégia de investimento em EMBR3 definida por Julio Bozano no âmbito do grupo Bozano, que já vinha sendo implementada antes da ciência pelo Sérgio Eraldo, em 25.10.2017, da informação privilegiada. Nesse contexto, é crível o argumento de defesa de que o investimento feito pela Kadon em EMBR3 não se tratou de algo isolado, pelo contrário, se coaduna com a estratégia de investimento que Julio Bozano sustentou perseguir no âmbito do grupo Bozano.

78. Com relação à decisão de vender as mesmas ações, restou igualmente justificada por este Acusado a motivação econômica da operação, que se deu em função de uma reação do Presidente da República, Sr. M.T., em 21.12.2017, que decidiu anunciar que descartaria a hipótese de venda de controle da Embraer. Ademais, um segundo fator na venda das ações que pesa a favor dos Acusados é o fato de a Kadon ter desfeito a sua posição em EMBR3 duas semanas após a divulgação do Fato Relevante 2017.

79. Pelo exposto, entendo que, de fato, a Acusação não logrou demonstrar, em termos probatórios, a utilização, por Julio Bozano, de informação privilegiada com a finalidade de auferir vantagem.

80. Pelos fundamentos e justificativas acima elencados, não vislumbro nos elementos probatórios acostados aos autos uma base sólida, convergente e consistente a possibilitar a conclusão pela condenação dos Acusados, pelo que, em homenagem aos princípios da presunção de inocência e do *in dubio pro reo*, se impõe a absolvição destes.

Conclusão

81. Do exposto, voto pela **absolvição** de:

- (i) Cia. Bozano (sucessora por incorporação de Kadon Empreendimentos S.A.), e de Julio Raphael de Aragão Bozano, quanto à acusação de infração ao art. 155, §4º da Lei no 6.404/76, c/c com o art. 13, §1º da Instrução CVM nº 358/2002; e
- (ii) Sérgio Eraldo de Salles Pinto, quanto à acusação de infração ao art. 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

§1º da Lei nº 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de abril de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator