



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 Nº 19957.013886/2022-02

Reg. Col. 2866/22

Acusados: Cortel Holding S.A.; Marcio Coutinho Schumann; Priscila Oliveira Gomes; Roberto Coutinho Schumann

Assunto: Supostas práticas de manipulação de preços, de operação fraudulenta e de uso de práticas não equitativas

Relatora: Diretora Marina Copola

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto da Diretora Relatora, a que acresço considerações acerca de apenas alguns pontos de natureza mais conceitual quando à tese acusatória, sem consequências sobre o núcleo da fundamentação do voto ou suas conclusões.
2. Concordo com a análise da Il. Relatora de que a companhia não teve benefício com as operações e que a *forma como as ordens foram executadas* por Roberto Schumann pode tê-la prejudicado, mas que nesse aspecto os elementos dos autos são inconclusivos no que tange à manipulação de preços. Como bem ressaltado da tribuna pela Defesa da Cortel, o interesse da companhia seria de adquirir pelo menor preço possível, de modo que uma suposta execução voltada a aumentar o preço do ativo CARE11 só operava em favor de quem naquele momento as estava vendendo – o diretor financeiro cuja conduta motivou sua demissão por justa causa pela companhia.
3. Onde a meu ver a companhia foi prejudicada claramente é justamente pela conduta que configura a prática não equitativa. O acusado rasgou seu dever de lealdade para com a companhia, em conduta que se enquadraria confortavelmente nos três incisos do art. 155 da Lei das S.A.¹ Por ter o capital fechado, não há previsão legal para punição administrativa por violação a dispositivos da lei societária, mas como a companhia é participante do

¹ I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mercado de valores mobiliários, é possível enquadrar a conduta como prática não equitativa, sem recorrer a malabarismos interpretativos manejando a truncada redação do dispositivo².

4. Como a Defesa de Roberto Schumann sustenta, tendo inclusive reiterado da tribuna, construções relativas à aplicabilidade do tipo da prática não equitativa aos fatos dos autos, convém ressaltar o aspecto da *ilegalidade* da vantagem informacional que ele detinha. Para tanto, apoio-me em precedente do Colegiado em que alguns fundos e outros veículos de investimento foram acusados de prática não equitativa porque teriam vantagem informacional sobre “o mercado”, relativa aos efeitos que as operações que intencionavam realizar tenderiam a causar nas cotações. O Colegiado absolveu os acusados, já que tal vantagem não advinha da violação de qualquer dever. Reproduzo importantes reflexões trazidas no voto do relator, Diretor Henrique Machado (a que acrescento os destaques):

13. Assim, conforme jurisprudência desta CVM, em especial o já mencionado PAS nº 04/2010, são elementos caracterizadores da prática não equitativa: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e que (iii) o desequilíbrio existente seja indevido, leia-se, ilegal. Tem-se, portanto, que **o mero desequilíbrio entre os participantes de uma negociação no mercado de valores mobiliário não é suficiente para a caracterização da prática não equitativa**. O desequilíbrio ou desigualdade deve ser ilegal.

14. Com efeito, a desigualdade entre os participantes do mercado é natural e, de certa forma, desejável. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado e que podem, ou não, repercutir no resultado de suas operações. Alguns participantes são legitimamente reconhecidos como mais capacitados tecnicamente que outros e, quando autorizados, podem inclusive oferecer serviços profissionais para terceiros, de análise, de consultoria ou de gestão. Outros utilizam sofisticados instrumentos tecnológicos de obtenção, análise e aproveitamento da informação, em evidente assimetria com os demais participantes. Aliás, é a diferença de perspectiva que aproxima validamente as partes vendedoras e compradoras, o *hedge*, a especulação e a arbitragem.

15. Enfim, é impossível imaginar uma situação em que duas partes estejam em situação absolutamente igual em uma negociação, seja em relação ao nível informacional, seja em relação ao interesse em realizar o negócio jurídico.

16. É, portanto, nesse contexto que a iniquidade de que trata a alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 8/79 deve ser compreendida. **A indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade é aquela resultante da violação do dever de conduta estabelecido em Lei**, porquanto cabe à Lei estabelecer de forma prévia, ampla e abstrata as circunstâncias nas quais o natural desequilíbrio das negociações no mercado de valores mobiliários deve ser repellido, em concreta representação da liberdade das relações privadas, salvo expressa disposição legal.

² “A redação da norma é manifestamente defeituosa e mesmo contraditória: se a prática ‘resulta’ em um tratamento desigual, tal tratamento só pode ser efetivo, não potencial; como algo pode ‘resultar’ potencialmente num tratamento que coloque uma das partes em ‘indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade’?”

EIZIRIK, Nelson *et al.* Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 705.

No caso destes autos, o tratamento iníquo está *efetivamente* presente, não apenas “potencialmente”, o que facilita a análise.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Evidentemente, **a violação à Lei a que me refiro não é a violação ao próprio inciso I da Instrução CVM nº 8/79** [i.e., o dispositivo que define a prática não equitativa], o que representaria inequívoco *petitio principii* e transformaria o intérprete em legislador, em violação ao princípio da reserva legal (art. 5º, inciso II, da Constituição Federal) e da tipicidade (art. 5º, inciso XXXIX, da Constituição Federal). Sem prejuízo da abstração dos tipos administrativos da Instrução CVM nº 8/79, considerando a demonstrada desigualdade comum às relações no mercado de valores mobiliários, a configuração da “prática não equitativa” requer a evidenciação prévia pela Acusação da forma como a posição de desequilíbrio foi alcançada à revelia de um dever legal de conduta. Esse elemento está presente nas variadas formas típicas de prática não equitativa julgadas pela CVM, incluindo *insider trading*⁵, operações com seguro⁶ e *front running*⁷.

(...)

21. Nas situações de *front running*, o intermediário tem o conhecimento de uma ordem certa a ser executada (dada pelo cliente), desconhecida pelos demais participantes do mercado, que é antecipada pelo intermediário ao introduzir uma ordem própria ou de terceiros em prejuízo do cliente. **O benefício informacional do *front runner* advém, portanto, da violação de seu dever legal que justificou a confiança do cliente em lhe repassar a informação.** A infração decorre, portanto, da relação entre cliente e intermediário, tratando-se de espécie de preterição de cliente. **Não existe *front running* contra o mercado.**

22. Evidentemente, o formato mais comum de cada exemplo poderá ter variações. O *front runner* pode passar a informação adiante ou o vazamento da informação pode decorrer da relação fiduciária mas sem o conhecimento das partes na relação fiduciária. Nesses casos, as operações derivadas da violação do dever legal também padecerão do vício que o abuso dessa relação fiduciária impõe¹¹.

23. É por considerar tal fato que eventuais clientes desses intermediários também são responsabilizados pela prática não equitativa quando dolosamente¹² [nota omitida] engajarem em operações com indevida vantagem. Ou seja, o cliente de um intermediário que é beneficiado pelo *front running* e, também, aquele que, *sem relação com a companhia*, obtém informação

⁵ PAS RJ2009/13459, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. 30.11.2010; PAS RJ2013/13172, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 13.06.17, à guisa de exemplo. [Nota constante do voto transcrito, com mesma numeração].

⁶ PAS SP2007/0140, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. 15.10.2013; PAS SP 2007/139, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. Ana Novaes, j. 30.07.2013; PAS 01/10, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 16.07.2013; entre outros. [Nota constante do voto transcrito, com mesma numeração].

⁷ PAS 10/05, Dir. Rel. Eli Loria, j. 25.08.2009; PAS SP2013/0448, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. 08.06.18; PAS SP 2003/0461, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. 05.12.2006: *...Digo isso pois o Representante e o Operador, embora tenham dever de lealdade para com seu empregador e seu cliente, conforme o caso, conhecendo as ordens de compra ou conhecendo a estratégia de compra do Investidor, anteciparam-se a ele, adquirindo as ações da Companhia a preços mais baixos e revendendo-as ao Investidor a preço mais elevado. A esse respeito, a declaração do Operador atribuindo o sucesso dos seus investimentos a esse conhecimento (ver Item 04 do Relatório ou Nota de Rodapé 5) é reveladora não só dos fatos, mas da intenção de praticar aqueles atos.*

Assim, dada a violação desse dever de lealdade, as operações realizadas pelo Operador e pela Irmã propiciaram um tratamento a eles, nas negociações com ações da Companhia, em indevida desigualdade com o Investidor e, também, com os demais participantes do mercado, que alienaram suas ações aos acusados sem o conhecimento da estratégia do Investidor, que foi indevidamente utilizado nas compras (e subsequentes vendas) pelo Operador e pela Irmã (por intermédio do Representante). [Nota constante do voto transcrito, com mesma numeração].

¹¹ Sobre a importância de se estabelecer essa vinculação, cito Otávio Yazbek no julgamento do PAS nº 13/2005, julgado em 25.6.2012: *“E, para o fim de avaliar se estes acusados devem ser responsabilizados por ter participado de um esquema como o descrito pela comissão de inquérito, parece-me necessário ir além da constatação acerca dos “ajustes do dia” positivos e negativos. É necessário, antes de qualquer outra coisa, relacionar as operações dos Investidores com as operações realizadas pelos Fundos: para que o esquema funcionasse, os Investidores e os Fundos teriam que atuar por um mesmo intermediário durante um mesmo período. Mas não é só. Deve-se traçar vínculos, de uma forma mais ou menos direta, entre (i) o Investidor; (ii) alguém relacionado à gestão dos Fundos; e (iii) alguém relacionado aos intermediários responsáveis pelas operações realizadas por esses mesmos investidores e fundos”* [Nota constante do voto transcrito, com mesma numeração].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

relevante ainda não divulgada com impacto em determinado setor ou determinada companhia e se beneficia disso no mercado de valores mobiliários. De toda forma, a posição de desequilíbrio é alcançada de forma indevida.

24. No presente caso, a Acusação destacou duas informações como fundamentais para a compreensão do ilícito: (i) a decisão da Veremonte de reduzir significativamente a sua participação na Vanguarda, (...) e (ii) a decisão da Veremonte de não realizar o pagamento ao BTG que teria ocorrido ao menos antes da notificação à família de Otaviano Pivetta (,,). Segundo a Acusação, **o conhecimento dessas informações pelos Acusados representaria vantagem indevida nas operações por eles realizadas no mercado de valores mobiliários.**

25. As operações com VAGR3 teriam sido efetuadas com o objetivo de antecipar uma suposta queda da cotação das ações que ocorreria com a venda significativa de ações pela Veremonte (em decorrência da decisão de reduzir o investimento na Vanguarda) e pelo BTG Vanguarda FIP (em decorrência da excussão da garantia fornecida para a obrigação que seria inadimplida pela Veremonte por meio de seus fundos Vila Rica e Tiradentes).

26. Nesse contexto, tenho que a Acusação não logrou êxito em demonstrar de que forma a assimetria informacional suscitada ocorreu de forma indevida. Em relação ao desinvestimento da Veremonte, embora a cadeia da informação tenha sido satisfatoriamente demonstrada pela Acusação, em nenhum momento a peça acusatória aponta a violação ao dever de divulgar (e quem teria esse dever) ou violação de qualquer outro dever legal por parte dos Acusados. Ao contrário, ao relatar as negociações realizadas de posse dessa informação, tem-se a alusão da possível ocorrência de *front running* contra o mercado, o que, como visto, não encontra respaldo legal.

(PAS CVM nº 10/2012, rel. Diretor Henrique Machado, j. 13.11.2018).

5. No mesmo sentido, remeto a meu registro no PAS 19957.009010/2021-72, em que a o DRI da Marfrig foi acusado de falhar na divulgação do fato de que a companhia estava em processo de aquisição de ações da BRF, quando a informação vazou. Um dos aspectos abordados no caso foi o de que a Marfrig teria “vantagem sobre os demais participantes do mercado” pois tinha conhecimento do plano de aquisição que vinha executando, sobre o que assim comentei:

3. Parece-me oportuno distinguir o que se passa numa hipótese como a dos autos, das oscilações atípicas que podem ocorrer em virtude do uso *indevido* de informações. Como bem ressaltado no voto do Relator, e nos precedentes ali mencionados, não é qualquer vantagem informacional, ou “assimetria”, que é irregular, mas apenas aquelas que decorrem do descumprimento de um dever.

4. Repare-se que, até o vazamento da operação que a Marfrig deliberara e vinha implementando, a companhia vinha adquirindo ações de emissão da BRF com uma informação que os demais investidores do mercado não tinham: a intenção da Marfrig de formar uma posição relevante em BRF. Trata-se de uma vantagem informacional, de dimensão máxima no início da execução da estratégia, e que se vai reduzindo progressivamente até desaparecer por completo quando executada a última ordem do plano, se não houver vazamento. O desaparecimento da vantagem pode ser visto pelo aspecto do preço, que ao final refletirá a pressão adicional de compra realizada para executar a estratégia, e pelo aspecto da própria inexistência de intenção de aquisições adicionais. A vantagem pode também ser esvaziada *antes* da execução, quando a informação se dissemina por completo no mercado antes de a aquisição ser completada. Nessa hipótese, detentores do papel na ponta vendedora tenderão a segurá-lo e pedir preços mais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

elevados, e na ponta oposta os compradores tenderão a aumentar suas ofertas na expectativa de conseguir o ativo antes de o preço atingir seu novo equilíbrio ao final do plano.

(...)

6. A vantagem nas negociações decorrente exclusivamente do conhecimento que um investidor possui sobre suas próprias intenções e estratégias, que em princípio não tem obrigação de divulgar, é uma das incontáveis assimetrias informacionais que ocorrem a cada microssegundo no plano dos fatos e que nada têm de irregular, na medida em que nenhum dever contratual ou legal foi violado para serem obtidas, mantidas ou utilizadas por quem as possui.

7. Assim, além das compras realizadas até o vazamento do plano da Marfrig na imprensa, se não tivesse havido o vazamento, todas as demais teriam sido realizadas sem qualquer sombra de “simetria” no que se refere às informações relativas à operação, e sem qualquer infração decorrente dessa vantagem informacional.

(...)

11. Pela identidade das normas incidentes, e possível percepção de semelhança no contexto fático, convém distinguir [...] outros tipos de oscilações. Refiro-me às que ocorrem nos papéis de emissão da própria companhia que mantinha reserva sobre determinado fato, decorrendo as oscilações pelo uso da informação *por alguém que não a poderia deter ou a usar em seu benefício*, ou seja, casos de “*insider trading*”. Uma informação positiva relativa aos seus negócios, que a companhia opta por manter sob reserva para assim maximizar os resultados para todos os seus acionistas, não pode ser utilizada por alguém com acesso reservado a ela, para obter benefícios para si ou para terceiros.

12. Em tais casos, os ganhos das pessoas cujas compras causam a oscilação se dão em detrimento da coletividade dos acionistas da própria companhia, cuja administração entendia ser mais beneficiada pela manutenção do sigilo. Por isso, cabe a essa mesma administração (especificamente na figura do DRI), por seus deveres perante *seus* acionistas, divulgar o fato cuja utilização indevida está ocorrendo. Em tais casos, se alguém usa a informação da companhia em benefício próprio, trata-se de uma vantagem informacional indevida, porque decorrente da quebra de um dever fiduciário, especificamente o dever de lealdade.

13. Esse tipo de vantagem informacional tem em sua origem a violação de um dever, e é inconfundível com a vantagem legítima que a Marfrig vinha obtendo por negociar com um conjunto de informações maior que as das contrapartes, pois era uma informação gerada pela própria Marfrig, de sua “propriedade”, não havendo qualquer dever perante os investidores de BRF ou o mercado em geral que a impedisse de usá-la em prol de seus resultados. Só passou a haver esse dever, repito, quando a informação fugiu a seu controle.

(PAS 19957.009010/2021-72, rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. 15.8.2023).

6. O ponto de proximidade e distinção dos casos acima com o destes autos é que a Cortel tinha uma “vantagem informacional” sobre o mercado como um todo, pois sabia de sua estratégia de aquisição dos ativos CARE11. Assim, *para a Cortel* esse desequilíbrio não era indevido, já que ela não tinha deveres fiduciários perante os demais participantes do mercado ou obrigação prevista em qualquer outra norma pela qual devesse compartilhar a informação ou abster-se de utilizá-la em seus interesses negociais – o que é refletido, note-se, pela correta decisão da Acusação de não imputar à companhia o cometimento de prática não equitativa, sendo que detinha a mesma informação que daria vantagem a Roberto Schumann: saber de antemão das aquisições que a própria Cortel faria para si própria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Para o diretor financeiro, porém, esse desequilíbrio é indevido – ostensivamente indevido – em contraste com a situação do precedente acima citado. É indevido pois, como bem aponta a Il. Relatora, decorreu de violação dos deveres de Schumann não perante “os demais participantes do mercado” (em relação aos quais não tinha tais deveres), mas perante a Cortel, que lhe depositara a confiança, exatamente como investidores depositam a confiança em intermediários nos casos de *front running* “tradicionais”.

8. Em atenção ao que foi ressaltado da tribuna pelo nobre representante da Defesa de Schumann, tal violação independe da aprovação do plano de aquisição dos ativos pelo conselho de administração da Cortel. Ainda que a execução das compras tenha se dado conforme o plano da companhia, remanesce a prática não equitativa de ter adquirido para si em condições mais favoráveis, que seus deveres perante a companhia o obrigavam a aproveitar em favor dela.

9. Respeitosamente, também discordo da Defesa quando apontou da tribuna uma suposta contradição entre as acusações de manipulação e prática não equitativa. Embora os autos contenham elementos que geram dúvida razoável sobre a materialidade do ilícito de manipulação (matéria a meu ver esgotada no voto da Il. Relatora), em abstrato as teses me parecem por inteiro compatíveis: o acusado adquire os ativos para si, com o típico interesse de comprar pelo menor preço possível, mas sabendo que a companhia os adquiriria em seguida; ao executar as compras pela companhia, teria o interesse *peçoal* em fazer com que o preço fosse o maior possível, a fim de se beneficiar pessoalmente ainda mais que o benefício decorrente da oscilação esperada apenas pelas aquisições sem manipulação. Como a Relatora bem apontou, não há evidências suficientes para caracterizar a manipulação, mas como tese ela seria coerente, e compatível com a conduta que o acusado praticou de comprar antes para si para revender com ganhos durante a aquisição pela companhia.

10. Por fim, novamente em atenção ao que a Defesa ressaltou da tribuna, não é necessário que Schumann fosse mentor de toda a operação para ser responsabilizado. Esta oposição faria sentido, a meu ver, se Roberto fosse condenado pela atuação em nome da companhia, como mero cumpridor de ordens. Mas no que tange à prática não equitativa, basta ser protagonista e arquiteto das aquisições que fez para si e sua companheira, o que entendo estar bem caracterizado no il. voto de Relatoria.

11. São essas as considerações adicionais em cujos termos acompanho a Relatora.

Brasília, 25 de novembro de 2025

João Accioly

Diretor