



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

428ª Sessão

Processo 10372.100125/2018-00

Processo na primeira instância CVM RJ2014/1785

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: CELSO BRANDÃO KNOEDT

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

ADVOGADO: JULIO RAMALHO DUBEUX (OAB/RJ 147.876)

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Negociação de ações mediante uso de informações privilegiadas. Recurso conhecido e provido.

ACÓRDÃO CRSFN 207/2019

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem conhecer do recurso de CELSO BRANDÃO KNOEDT e, por maioria, pelos fundamentos do voto da Conselheira Maria Rita de Carvalho Drummond, **dar-lhe provimento**, absolvendo-o da imputação de utilização indevida de informação privilegiada. Vencidos o Relator e os Conselheiros Sérgio Cipriano dos Santos e Antonio Augusto de Sá Freire Filho, que votaram pelo provimento parcial do recurso, com redução do valor da multa de R\$100.000,00 (cem mil reais) para R\$13.411,20 (treze mil quatrocentos e onze reais e vinte centavos).

Participaram do julgamento os Conselheiros Pedro Frade de Andrade, Thiago Paiva Chaves, Maria Rita de Carvalho Drummond, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Álvaro Affonso Mendonça e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos para opinar pelo desprovimento do recurso.

Brasília, 27 de agosto de 2019.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 23/10/2019, às 10:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4415549** e o código CRC **BE99EE89**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100125/2018-00

Processo na primeira instância CVM RJ2014/1785

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: CELSO BRANDÃO KNOEDT

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

RELATÓRIO

i. Objeto

1. Trata o presente do Recurso Voluntário apresentado por Celso Brandão Knoedt referente ao Processo Administrativo Sancionador movido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) onde o Recorrente foi acusado de ter negociado com informações privilegiadas, em infringência ao art. 156, § 4º da Lei 6.404/76 combinado com o §1º do art. 13 da Instrução CVM 358/02.

ii. Fatos e acusação

2. A companhia Açúcar Guarani S.A. realizou a divulgação de dois Fatos Relevantes, sendo o primeiro deles ocorrido em 28/03/2010 e referente à reestruturação do controle das operações internacionais através da constituição da empresa Tereos Internacional S.A. ("Tereos") e a incorporação da Açúcar Guarani S.A. pela Tereos. A reestruturação previa ainda o registro da Tereos na CVM e listagem no Novo Mercado da BM&FBovespa. O segundo em 30/04/2010, comunicando a formação de uma parceria com Petrobrás Biocombustível, uma subsidiária integral da Petróleo Brasileiro S.A.- Petrobras ("Petrobrás S.A."), para investimento conjunto na Açúcar Guarani, voltada à realização de investimentos no segmento de energias renováveis, mais especificamente de álcool carburante.
3. Em março e maio de 2010, a CVM solicitou informações à Açúcar Guarani S.A. e à Petrobrás S.A. sobre a cronologia e os participantes das tratativas, com respectivas respostas e complementos trocados ao longo de maio e junho do mesmo ano. Paralelamente, foi observada uma movimentação atípica nas negociações das ações da

Açúcar Guarani S.A., que levou a CVM a solicitar em junho de 2010 à Bovespa Supervisão de Mercados ("BSM") a relação dos clientes finais que negociaram: (i) nas datas próximas às reuniões onde ocorreram as tratativas, (ii) imediatamente antes da divulgação do Fato Relevante e (iii) nas datas onde foram observadas movimentações atípicas no preço da ação ou a ocorrência de um volume de negociação fora da normalidade estatística.

4. Analisando as respostas aos pedidos de esclarecimentos a CVM identificou os seguintes fatos:

- i. As tratativas para a parceria entre as empresas Açúcar Guarani S.A. e a Petrobrás Biocombustível se deram em reuniões com a participação do filho do Recorrente a partir de 24/03/2010, tendo este o conhecimento da operação desde 19/03/2010, conforme informação da Petrobrás S.A. contida na resposta ao Ofício encaminhado pela CVM com solicitação de esclarecimentos;
- ii. O Recorrente realizou negociações com as ações da empresa Açúcar Guarani S.A. (ACGU3) nas datas 25 e 30 de março de 2010, conforme informação fornecida pela BSM e confirmada pelo Recorrente.

5. Em 12/12/2014 foi formalizado o Termo de Acusação contra o Recorrente, onde a CVM apresenta, resumidamente além dos pontos expostos acima, o seguinte:

- i. A empresa divulgou dois fatos relevantes, primeiro no dia 28/03/2010, informando a reestruturação da empresa e depois em 30/04/2010, após o encerramento do pregão, informando a constituição de uma parceria com a Petrobrás Biocombustível que incluía o investimento pela Petrobrás Biocombustível no valor de R\$1,6 bilhão, correspondendo a uma participação de 45,7% na Açúcar Guarani S.A..
- ii. No dia 30/04/2010, antes da divulgação do Fato Relevante a ação apresentou uma oscilação de preços atípica, assim como um elevado volume de negociação.
- iii. Solicitadas as informações das empresas e da BSM foram encontradas as negociações realizadas pelo Recorrente com indícios consistentes de uso de informação privilegiada, pelos seguintes motivos:
 - Por ser o pai do coordenador financeiro da Petrobrás Biocombustível, que é integrante do projeto de investimento da Petrobrás Biocombustível desde 19/03/2010 e que participou da primeira reunião do projeto no dia 24/03/2010, véspera da primeira negociação do Recorrente;
 - O Recorrente comprou 6.000 ações no dia 25/03/2010 e 12.200 ações no dia 30/03/2010 (antes da divulgação do Fato Relevante pela empresa);
 - Quando questionado o Recorrente informou ser jornalista e diretor da Editora Brasil Energia, especializada em informações do setor de energia, e que diversas informações sobre a profissionalização do setor de etanol já teriam sido veiculadas no período de 2008 a 2010 e que os presidentes da Petrobrás S.A. e da Petrobrás Biocombustível já teriam divulgado informações públicas a respeito do interesse em adquirir ativos no mercado de etanol.

- iv. Foi analisado o período de 01/01/2009 a 31/12/2010 e não foi verificada nenhuma operação do Recorrente com ACGU3 neste período além das compras em 25 e 30/03/2010.
- v. No período de 8 meses entre janeiro e setembro/2010 as operações com ACGU3 são as únicas realizadas em bolsa pelo Recorrente.
- vi. As alegadas informações veiculadas publicamente pelos presidentes da Petrobrás S.A. e pela Petrobrás Biocombustível ocorreram em um evento do LIDE (Grupo de Líderes Empresariais) realizado em 30/03/2010, após a primeira operação de compra do Recorrente.
- vii. A análise da carteira de investimento do Recorrente, realizada pela CVM não confirmou a alegação do Recorrente investir principalmente em empresas do setor de energia, pois apenas PETR4 e ACGU3 foram encontradas na carteira.
- viii. A CVM apontou que as informações sobre a consolidação do mercado de etanol vinham sendo publicadas desde 2008, conforme citado o próprio Recorrente, mas que as operações ocorreram apenas após a realização da reunião da qual participou o filho do Recorrente, o que foi classificado pela CVM como “*timing* perfeito”. (Esta informação é incluída apenas para justificar a expressão “*timing* perfeito”, que é contestada pela defesa ao apresentar argumentos de que a probabilidade de um evento teria sido elevada por outros fatores).

iii. Cronologia do processo:

Evento	Data	Folhas
Realização da primeira operação pelo Recorrente	25/03/2010	118-119
Divulgação de Fato Relevante pela companhia Açúcar Guarani S.A. – Formação da empresa Tereos Participações Ltda. tornando a empresa controladora de todos os ativos do Grupo Tereos na Europa e no Oceano Índico	28/03/2010	22-31
Envio do Ofício à Açúcar Guarani S.A. solicitando informações sobre a cronologia e as pessoas que participaram das tratativas do evento relatado no Fato Relevante	29/03/2010	36-37

Divulgação do segundo Fato Relevante pela companhia Açúcar Guarani S.A. onde anuncia uma parceria com a Petrobrás S.A.	30/04/2010	137-139
Envio do Ofício à Açúcar Guarani S.A. solicitando informações sobre a cronologia e as pessoas que participaram das tratativas do evento relatado no Fato Relevante	03/05/2010	38-39
Resposta da Petrobrás sobre as pessoas envolvidas nas tratativas	10/05/2010	40-45
Solicitação de dados das operações à Bovespa Supervisão de Mercados – BSM	09/06/2010	
Envio de Ofício ao Recorrente solicitando esclarecimentos sobre as suas operações	14/11/2012	116-117
Resposta do Recorrente à solicitação de esclarecimentos	19/12/2012	118-124
Ofício da CVM à Tereos Internacional, solicitando esclarecimentos sobre o Fato Relevante de 28/03/2010	28/03/2013	126-127
Esclarecimentos da Tereos Internacional	10/04/2013	128-133
Encaminhamento do processo para o parecer da PFE/CVM	12/02/2014	142
Parecer da PFE/CVM	17/03/2014	143-149
Apresentação do Termo de Acusação da CVM contra o Recorrente	27/05/2014	150-160
Intimação do Recorrente	17/06/2014	163
Apresentação da defesa do Recorrente	06/08/2014	181-196
Ata da Sessão de Julgamento do PAS pela CVM, julgamento interrompido por um pedido de vistas	04/07/2017	214
Concessão do pedido de vistas do processo à defesa devido à troca de	19/07/2017	242

advogados		
Apresentação de novos elementos pela defesa	06/09/2017	249-721
Solicitação de manifestação da PFE sobre a inclusão dos novos elementos oferecidos pela defesa e de uma suposta irregularidade que teria sido suscitada pela defesa na manifestação de voto do então Presidente Leonardo Pereira na Sessão de Julgamento	11/10/2017	722
Parecer da PFE sobre a inclusão de informações e o voto do Presidente Leonardo Pereira	06/11/2017	723-725
Requerimento de vistas pela defesa	22/11/2017	728
Solicitação da defesa para que os novos elementos sejam analisados pelos membros do Colegiado	11/12/2017	736-741
Continuação do julgamento	19/12/2017	749-760
Envio do Ofício CVM com a Comunicação da Decisão de Julgamento	09/01/2018	776-782
Intimação da decisão	29/01/2018	782
Recurso ao CRSFN	27/02/2018	784-1267

iv. Defesa em 1ª Instância

Intimado, o Recorrente regularmente apresentou a sua defesa, que, em síntese, argumenta o seguinte:

- i. O Recorrente apresentou defesa intempestivamente, preliminarmente alegando não ter obtido acesso aos autos em tempo hábil;
- ii. No mérito alega que as acusações se fundaram em meras suposições, sem qualquer base legal ou fática, e que sua posição de diretor presidente da Editora Brasil Energia o teria proporcionado amplo conhecimento do histórico da evolução do mercado energético;
- iii. A simples relação de seu filho ser coordenador financeiro da Petrobrás Biocombustível à época dos fatos analisados ao guardaria qualquer relação de com

- a atuação do Recorrente no mercado de ações;
- iv. A Petrobrás S.A. e a Petrobrás Biocombustível teriam se manifestado publicamente acerca do interesse em adquirir ativos do mercado de etanol;
- v. De acordo com levantamentos feitos pela CVM, a aquisição do primeiro lote de ações ACGU3 em 25.03.2010 por parte do Recorrente derivou da observação de alta nas operações do papel no mercado na véspera;
- vi. Juntou uma compilação de matérias jornalísticas que teriam tratado da aquisição da Açúcar Guarani pela Petrobrás, o que justificaria as operações feitas pelo Recorrente;

6. Durante o julgamento, após o voto do Diretor Relator Henrique Machado e do Diretor Pablo Renteria, que acompanhou o voto do Relator, houve o pedido de vistas do Diretor Gustavo Borba. Antes de suspender a sessão, o Diretor Presidente Leonardo Pereira, antecipou o seu voto, acompanhando o voto do Relator e, em seguida, suspendeu a sessão.

7. Após a suspensão, o Recorrente procedeu a troca de seu advogado e foram apresentados novos elementos para serem analisados pelo Colegiado da CVM. Em síntese a defesa adiciona às alegações, o seguinte:

- i. Apesar de já terem sido proferidos os votos de alguns Diretores, estariam sendo apresentados novos elementos para a análise do Colegiado.
- ii. As razões de investimento do Recorrente são verossímeis e estão baseadas em informações públicas e amplamente veiculadas pela mídia;
- iii. O perfil do Recorrente não coincide com o perfil de insider trading;
- iv. O perfil profissional de seu filho ("P. K.") não coincide com o perfil de quem vaza informações;
- v. Que os investimentos foram baseados em informações públicas amplamente veiculadas pela mídia e que também teria levado em consideração as fortes altas de preços e de volumes negociados nas ações ACGU3;
- vi. O seu perfil de investimento é compatível com as negociações realizadas nos dias 25 e 30 de março de 2010;
- vii. A manutenção das ações em seus investimentos após a divulgação dos fatos relevantes;
- viii. As alterações societárias e a parceria, ambos divulgados pela empresa como Fatos Relevantes já teriam se disseminado pelo mercado antes da divulgação oficial;
- ix. Na data da compra das ações as negociações de parceria com a Petrobrás Biocombustível ainda se encontravam em estágio embrionário;
- x. Sobre o voto do Diretor-Relator do PAS o Recorrente alega que:
 - a. Teria a informação incorreta de que no momento da negociação ainda existia informações relevantes pendentes de divulgação;
 - b. Não teria sido configurada a situação de "timing perfeito";
 - c. Não teria sido considerado o perfil de investimento do Recorrente, que sempre investiu em empresas do setor energético;
 - d. Que todas as justificativas econômicas apresentadas não foram consideradas;
 - e. Que a pedra fundamental da acusação teria sido o indício do parentesco, mas que esse ponto seria insuficiente para caracterizar o ilícito.
- xi. Foram juntadas reportagens, informações sobre a negociação com ACGU3, mostrando a presença de outros investidores no papel e a existência de problemas na divulgação do Fato Relevante, que resultaram em um Termo de Compromisso do DRI da companhia Açúcar Guarani S.A.
- xii. Houve irregularidade na manifestação de voto do Diretor Presidente, que antecipou o seu voto antes de interromper a sessão, em decorrência do pedido de vistas.
- xiii. O SMI reconheceu que informações sobre os fatos relevantes da Açúcar Guarani de 28 de março e de 30 de abril de 2010 se disseminaram no mercado antes da sua

divulgação, e a SEP acusou o DRI da Açúcar Guarani de não ter divulgado fatos relevantes diante de oscilações atípicas nos dias 24/03/2010, 25/03/2010 e 30/03/2010;

8. Com base nas alegações da defesa, em 11/10/2017, o Diretor Gustavo Borba solicitou parecer da Procuradoria Federal Especializada (PFE/CVM) para manifestação sobre os seguintes pontos:
- a. No estágio em que se encontrava, a possibilidade de inclusão de novos elementos no processo, uma vez que alguns membros do Colegiado já o haviam julgado e a continuidade do julgamento se encontrava suspensa por um pedido de vistas.
 - b. O questionamento da defesa de que teria ocorrido suposta inversão irregular na ordem de votação, com o Presidente Leonardo Pereira antecipando o seu voto após o pedido de vistas e em período próximo do encerramento do seu mandato.

9. Em Parecer emitido em 06/11/2017 a PFE/CVM, em síntese, considerou:

- i. Com referência à alínea “a” do pedido de Parecer elaborado pelo Diretor Gustavo Borba:

- a. O pedido de adiamento do julgamento com base no art. 33 da Deliberação CVM nº 538/2008 tem por objetivo garantir ao Colegiado a prerrogativa de esclarecer pontos controversos para a formação de seu convencimento a partir dos elementos já constantes dos autos ou apresentados até à sustentação oral a que se referem os arts. 30 e 31 do mencionado diploma.

No interregno entre a primeira sessão de julgamento e a segunda sessão de julgamento não há previsão de ordem constitucional ou legal para o adiamento da defesa que não se relacione com matérias de ordem pública, portanto, cognoscíveis de ofício pela Administração Pública ou que não consubstanciem fato novo ou circunstâncias relevantes, nos termos dos arts. 53, 54 e 65 da Lei nº 9.784/99.

Qualquer manifestação adicional do interessado que não se enquadre nas hipóteses aventadas no item anterior não merece conhecimento pelo Colegiado por força da preclusão consumativa, sendo facultado ao administrado, em caso de condenação, o uso da via recursal adequada, na forma do art. 37 da Deliberação CVM 538/2008.

- ii. Com referência à alínea “b” do pedido de Parecer elaborado pelo Diretor Gustavo Borba:

O art. 35 da Deliberação CVM 538/2008 determina que a cada membro do Colegiado caberá um voto, cabendo ao Presidente da Sessão o voto de qualidade na forma do parágrafo único.

- a. O voto de qualidade distingue-se do “voto de minerva”. No voto de qualidade, tal como previsto no art. 35, caput e parágrafo único da Deliberação CVM 538/2008, o Presidente vota como membro do Colegiado, e, em caso de empate, seu voto é considerado para compor a maioria necessária para o aperfeiçoamento da deliberação. No “voto de minerva”, não aplicável à espécie, o seu detentor somente vota quando existente uma situação de empate.
- b. No caso em tela, não há qualquer norma vigente que determine uma ordem preestabelecida para a votação dos membros do Colegiado, bem como inexistente regra que impeça a votação antecipada do Presidente mediante pedido de vista dos autos formulado por um dos diretores.
- c. Tomando-se por base o conceito de voto de qualidade descrito nos itens anteriores, não se demonstra possível vislumbrar a existência de qualquer prejuízo para o requerente em razão da antecipação do voto pelo anterior Presidente, pois, além de restar pendente um voto, a situação de empate restaria superada pela configuração de uma maioria já consolidada.
- d. As circunstâncias do caso concreto indicam que o adiamento da Sessão de julgamento impediria o então Presidente, já conhecedor dos fatos, provas e alegações apresentadas até a fase de sustentação oral, em audiência, de participar da segunda Sessão de julgamento, pois este já teria terminado o seu mandato. Portanto, a antecipação de seu voto, na qualidade de membro do Colegiado, revelou-se uma medida salutar para a preservação da garantia do juiz natural, tal como prevista constitucionalmente no art. 5º, incisos XXXVII (“*não haverá juízo ou tribunal de exceção*”), e LIII (“*ninguém será processado nem sentenciado senão pela autoridade competente*”).
- e. Diante das premissas anteriores, no sentido de que não houve vício formal na votação do Presidente por ausência de violação à norma em vigor e pela constatação de que as circunstâncias do caso concreto retiram a possibilidade de se vislumbrar a existência de qualquer prejuízo, vale também salientar que o interessado não se manifestou pela nulidade do ato praticado logo após a sua realização na Sessão de julgamento do dia 04.07.2017, fazendo, portanto, incidirem no caso em tela, as regras previstas nos art. 15 c/c 278 da Lei nº 13.105/2015, segundo as quais “*a nulidade dos atos devem ser alegadas na primeira oportunidade em que couber à parte falar nos autos, no pena de preclusão*”.
- f. Corroborando o presente posicionamento da PFE, demonstra-se crucial registrar a existência de precedente recentíssimo do Supremo Tribunal Federal, que, por analogia, serve como referência para o deslinde da questão em apreço, segundo o qual a atual Presidente Ministra Carmen Lúcia antecipou validamente o seu voto no sentido de acompanhar o voto do Ministro Relator durante a Sessão de julgamento da Ação Penal nº 937, ocorrida em 01.06.2017, sem prejuízo do pedido de vista do Ministro Alexandre de Moraes realizado naquela mesma ocasião.

v. Decisão em primeira instância

- 10. Retomado o julgamento, após o encerramento da vista solicitada pelo Diretor Gustavo Borba, o Recorrente foi considerado culpado pela prática de *insider trading* e condenado ao pagamento de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais).

vi. Recurso

11. Observando a cronologia do processo não houve ocorrência de prescrição ordinária ou intercorrente. Foi apresentado recurso ao CRSFN de forma tempestiva, estando, portanto, apto a ser conhecido e julgado.
12. O Recorrente apresentou em recurso reiterando as alegações da defesa e da manifestação adicional incluída no processo no interstício entre as duas Sessões de julgamentos, e que foi objeto de Parecer da PFE/CVM. Em síntese, acrescenta o seguinte:
- i. O Recorrente considera que o Colegiado só o condenou porque não levou em consideração os novos elementos na manifestação de 06/10/2017.
 - ii. O perfil profissional de P.K. não condiz com o perfil de quem vaza informações privilegiadas, e P.K. assinou declaração de que não vazou informações ao Recorrente;
 - iii. O Recorrente comprou ações sempre “na alta”, sempre após forte alta no preço e no volume negociado, evidenciando que o Recorrente seguiu a movimentação do mercado;
 - iv. O Recorrente não vendeu as ações da Açúcar Guarani após a divulgação do fato relevante de 30 de abril de 2010, vendeu-as somente em 2016 e sofreu prejuízo de 76% sobre o valor investido;
 - v. Na data da compra das ações pelo Recorrente, as negociações entre a Petrobrás Biocombustível e a Açúcar Guarani ainda eram embrionárias e não constituíam fato relevante.
 - vi. É incorreta a premissa do Diretor Relator Gustavo Borba de que havia informação relevante pendente de divulgação no momento das aquisições pelo Recorrente (mais de um mês antes da divulgação do fato relevante).
 - vii. O Diretor Relator equivocou-se profundamente em não reconhecer a predominância dos investimentos em ações do Recorrente em companhias do setor energético.
13. Na conclusão de sua peça recursal alega que os indícios considerados pelo Diretor-Relator se revelam completamente insuficientes para fundamentar a condenação do Recorrente por *insider trading* e pede provimento ao Recurso, reformando a decisão do Colegiado da CVM para absolve-lo integralmente da acusação de prática de *insider trading*.

vii. **Consulta realizada à PGFN**

14. Em 26/05/2018, foi solicitado Parecer da PGFN pelo Relator Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, para o qual o presente recurso havia sido anteriormente distribuído, com os seguintes questionamentos:
- a. Se estão corretas as capitulações;
 - b. Sobre a responsabilização individual do Recorrente pela prática de conduta vedada pelo art.155 § 4º da Lei 6.404/76 c/c § 1º do artigo 13 da Instrução CVM 358, de 03/01/2002;
 - c. Sobre a questão específica da juntada extemporânea de provas no presente processo administrativo; e,
 - d. Novas questões que por ventura tenham sido suscitadas nos recursos e não apreciadas na decisão da CVM.

15. A PGFN divulgou Parecer em 26/11/2018, de forma resumida, respondendo o seguinte:

i. Com referência à juntada extemporânea de provas:

Não foi enxergada no procedimento a mínima justificativa. Não é viável, após o Diretor-Relator ter lançado seus argumentos publicamente, trazer contra-argumentos ao voto já lançado. No entanto, foi considerado que a questão se torna secundária porque o Recorrente trouxe para a sua defesa na esfera de recurso grande parte dos elementos.

ii. Com referência à operação de compra de ações – Caracterização de *Insider Trading*:

- a. Os indícios apresentados são convergentes no sentido da existência de operações de *insider trading* e são considerados suficientes para manter a condenação do Recorrente.
- b. Da alegação trazida, ou seja, da expectativa de mercado em torno do investimento da Petrobrás, não se extrai a conclusão proposta (licitude das aquisições). Não houve um investimento naquele determinado setor, mas sim uma aquisição pontual, antes da divulgação de fatos importantíssimos e justamente na companhia onde iria ocorrer a aquisição.
- c. Sobre as matérias jornalísticas e alegação de que a notícia de aquisição já teria se espalhado, tanto que o volume negociado na época aumentou, em muito, temos a dizer que tal não afasta a ilegalidade.
- d. Sobre a inexistência de lucro, temos a dizer que o tipo de *insider trading* dispensa a efetiva existência de lucro.
- e. A imposição de penalidades pela SEP à empresa emissora dos papéis, por atraso na divulgação de fato relevante não influi na acusação. É dever de todo investidor baseado em fatos objetivos e racionais, sendo-lhe vedada a compra e venda com base em informações não disponíveis ao público em geral.

É o relatório.

ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Affonso Mendonça, Conselheiro(a)**, em 29/07/2019, às 16:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3238540** e o código CRC **56AECB81**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100125/2018-00

Processo na primeira instância CVM RJ2014/1785

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: CELSO BRANDÃO KNOEDT

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

EMENTA: Recurso Voluntário. Negociação de ações mediante uso de informações privilegiadas. Penalidade de Multa. **Recurso provido parcialmente.**

VOTO DO RELATOR

Trata o presente do Recurso Voluntário apresentado por Celso Brandão Knoedt, referente ao Processo Administrativo Sancionador ("PAS") movido pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), por irregularidades apuradas na negociação de ações da empresa Açúcar Guarani S.A.

I. PRELIMINARES

1. O Recurso Voluntário foi apresentado de forma tempestiva, podendo ser conhecido e analisado.
2. Observando a cronologia dos eventos no relatório não houve a ocorrência de prescrição ordinária ou intercorrente.

II. MÉRITO

3. A CVM acusou o Recorrente de infringir o §4º do art.155, da Lei 6.404/76, combinado com o §1º do art. 13 da Instrução CVM 358/02, que dispõem:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

...

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

...

Instrução CVM 358/02:

...

“Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.”

...

4. O critério para a tipificação do uso de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários se dá através de verificação de indícios em proporção e condições que não possam ser confundidos com mera coincidência. O PAS revela a presença de diversos desses elementos no comportamento do Recorrente e nesse voto será realizada uma análise detalhada para cada um dos argumentos apresentados pela defesa com intuito de exposição da convicção.
5. Com relação à gravidade do tema, Otávio Yazbek, em seu livro *Regulação do Mercado Financeiro* [1], trata a presença das assimetrias de informação nas páginas 189 e 190 da seguinte forma:

...

“Assim, externalidades e assimetrias mostram-se como as duas principais falhas de mercado, impeditivas da plena eficiência do mercado financeiro e justificando a subdivisão

das atividades de regulação a que dão causa, para que se possa perseguir, com tais atividades, as finalidades de proteção sistêmica e de proteção do consumidor.”

...

6. Para a situação específica do tratamento regulatório à assimetria de informações entre investidores é tratado no âmbito da regulação de condutas, assim definida:

...

“A regulação de condutas é aquela que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes nas suas relações concretas, outorgando proteção aos diferentes tipos de clientes (conforme o grau de especialização destes) ou de contrapartes de instituições.”

...

7. Na busca de referências para o tratamento dado pela CVM ao Recorrente, temos que internacionalmente também se detecta uma preocupação dos reguladores em todo o mundo que aponta para a mesma direção. A implantação de regras de condutas rígidas demonstra a necessidade de proteção dos investidores e das condições de mercado. Atuando da mesma forma que a CVM, dois exemplos se destacam:

- a. A SEC (*Securities Exchange Commission* - Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América), segue para o caso o Securities Act de 1933 [2], que prevê a infração e estabelece sérias punições em suas regras 10b5-1 e 10b5-2. Para a SEC as operações envolvendo *insider trading* são normalmente punidas com prisão e multas vultosas. Ademais, existe uma ampla referência de apoio/ou aceitação judicial da metodologia de uso de indícios em numerosos casos públicos.
- b. A FCA (*Financial Conduct Authority* - Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido), em seu *Guidance Consultation* GC18/1, Anexo I, Capítulo 8 pp. 77-78 [3], que foi emitido em março de 2018. Nesse documento, a FCA propõe e estabelece os padrões de comportamento dos intermediários e investidores frente a diversas situações de mercado, inclusive o acesso a informações privilegiadas.

8. Em todos os reguladores e supervisores associados à IOSCO (Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários), como os casos citados acima, é possível observar a presença: (i) dos mesmos indicadores que são empregados pela CVM para a detecção do uso de informações privilegiadas nas negociações; e (ii) do uso de indícios para a proposição de investigação e processos que podem resultar em penalidades. Neste caso, afasta-se toda e qualquer argumentação da defesa do Recorrente para desqualificar a fundamentação da acusação da CVM, desde a investigação até a análise dos julgadores deste PAS. A metodologia do uso de indícios para acusação e/ou condenação em casos de *insider trading* se encontra alinhada com reguladores internacionais e é adotada em diversas cortes.

9. Recorreremos a um aspecto técnico do ramo de ética em finanças, que estuda elementos comportamentais, que apresenta aplicações ao problema do uso de informações privilegiadas para a negociação. Esta análise tem como objetivo formular um

juízo sobre o timing da tomada de decisão do Recorrente, que somente após a reunião ocorrida no dia anterior, apesar de já haver um volume considerável de notícias que apontavam para a ocorrência de algum evento no setor. Este fato será analisado mais adiante e foi alegação da CVM para a acusação e do Recorrente em sua defesa.

Para alguns casos envolvendo ética, podem ser empregados estudos sobre o comportamento das pessoas para verificar se são aderentes ao padrão denominado de *Simple Model Of Rational Crime* (SMORC), conforme descrito pelo estudioso Dan Ariely em seu livro *The (Honest) Truth About Dishonesty* [4].

Este modelo foi desenvolvido a partir de pesquisas em algumas universidades norte-americanas e é empregado em diversas áreas do conhecimento para analisar comportamentos de pessoas e empresas (“agentes”) que praticam irregularidades a despeito de barreiras comportamentais como: reputação corporativa, carreira profissional, crenças religiosas e relações familiares. A sua estrutura é formada por uma ponderação pelo agente entre os riscos associados à decisão e os resultados esperados. De acordo com o modelo, a ação é tomada se a probabilidade de sucesso superar a probabilidade de ser descoberta a prática da infração, não se levando em consideração as barreiras que normalmente disciplinam o comportamento das pessoas.

O uso de informação privilegiada em negociações pode seguir este padrão, pois a informação não pública leva à ideia de que o resultado financeiro positivo se tornará mais fácil, distorcendo a probabilidade de sucesso e, relativamente, minimizando a probabilidade de ser identificado o seu uso.

10. Como mencionado, o assunto é complexo e objeto de estudo em todo o mundo. Nas regras de mercado citadas nos itens 6 a 8, também pode ser identificada uma preocupação dos reguladores com a prática em função do seu impacto no funcionamento do mercado e a importância de manter a proteção aos demais investidores através da regulação de condutas.

III. RECURSO

11. Em suas razões de Recurso Voluntário, o Recorrente apresentou diversos argumentos que passo a tratar adiante, assim como os pontos apresentados no PAS pela defesa. Foram, em síntese, as seguintes alegações:

Na defesa do PAS:

- i. As acusações se fundaram em meras suposições, sem qualquer base legal ou fática, e que sua posição de diretor presidente da Editora Brasil Energia o teria proporcionado amplo conhecimento do histórico da evolução do mercado energético.

Sobre esse argumento, conforme foi observado anteriormente, a CVM atuou de forma correta e em linha com o procedimento adotado internacionalmente. Coletou indícios, investigou e acusou o Recorrente com base em uma conjunção de fatos que materializa a hipótese de uso de informação privilegiada.

- ii. *A simples relação de seu filho ser coordenador financeiro da Petrobrás Biocombustível à época dos fatos analisados não guardaria qualquer relação de com a atuação do Recorrente no mercado de ações.*

A alegação de desconexão entre a relação de primeiro grau com uma pessoa que teve acesso direto à informação em momento que ainda não era pública, e a compra de ações objeto da referida informação é incompatível com as disposições sobre os requisitos para caracterização da prática de *insider trading*.

É comum observar nas regras de melhores práticas e *compliance* das companhias, vedações ou restrições para negócios onde estejam envolvidas, direta ou indiretamente, relações familiares de segundo e até mesmo de terceiro grau. Com o alegado longo contato do Recorrente com empresas e profissionais do setor de energia e com as práticas de mercado, essas medidas já deveriam ser de conhecimento do Recorrente. Consideramos, portanto, que o argumento não o ajuda, pois o relacionamento familiar de primeiro grau com uma pessoa considerada *insider* primário representa um dos principais indícios para caracterização da acusação em tela.

- iii. *A Petrobrás S.A. e a Petrobrás Biocombustível teriam se manifestado publicamente acerca do interesse em adquirir ativos do mercado de etanol.*

Sobre a alegada publicidade dos fatos, foi demonstrado que a manifestação oficial ocorreu após a primeira negociação do Recorrente, durante o evento do Lide (Grupo de Líderes Empresariais), em 30/03/2010.

- iv. *De acordo com levantamentos feitos pela CVM, a aquisição do primeiro lote de ações ACGU3 em 25/03/2010 por parte do Recorrente derivou da observação de alta nas operações do papel no mercado na véspera.*

Não é possível identificar qual foi o elemento que orientou a tomada de decisão do Recorrente, tornando esse argumento subjetivo e não adequado para considerações no Recurso.

- v. *Juntou uma compilação de matérias jornalísticas, que teriam tratado da aquisição da Açúcar Guarani S.A. pela Petrobrás, o que justificaria as operações feitas pelo Recorrente.*

Segundo o Recorrente, a notícia de uma ação da Petrobrás Biocombustível no setor de energias renováveis já estaria sendo veiculada bem antes da tomada de decisão de negociação e da reunião entre as empresas, que foi identificada pela

Neste caso, o indício vem justamente da demora do Recorrente em tomar a decisão de investir no setor, provido com o conhecimento deste interesse da Petrobrás. Pelo que se depreende da compilação de matérias, as notícias sobre o investimento da Petrobrás na indústria de biocombustível teve início pelo menos em meados de 2008, tendo o Recorrente realizado a primeira operação em 25/03/2010. Conforme exposto anteriormente, existe a probabilidade de ocorrência de uma atuação seguindo o modelo SMORC. Pelo modelo, a reunião a participação do filho do Recorrente no dia anterior ao da operação com as ações da Açúcar Guarani S.A. poderia ser o elemento acionador da decisão, ao tornar o resultado mais provável. Essa condição aderente ao modelo SMORC reforça a hipótese de *timing* perfeito, sustentada pela CVM, e fortalece o indício para a caracterização do *insider trading*.

Na manifestação adicional apresentada durante o período que o julgamento do processo se encontrava suspenso e no Recurso Voluntário, temos, em síntese, o seguinte:

- i. *O Recorrente considera que o Colegiado só o condenou porque não levou em consideração os novos elementos na manifestação de 06/10/2017.*

Sobre essa alegação, conforme Parecer da PFE e da PGFN, os novos elementos estão sendo apreciados em sede recursal.

- ii. *O perfil profissional de P.K. não condiz com o perfil de quem vaza informações privilegiadas, e P.K assinou declaração de que não vazou informações ao Recorrente.*

Essa é uma alegação de caráter subjetivo e o perfil de “vazar” informações não constitui um indicador para investigações de uso de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários, a menos que o acusado já tenha antecedentes na infração, o que não é o caso. Pela falta de objetividade a alegação não deve prosperar.

- iii. *O Recorrente comprou ações sempre “na alta”, sempre após forte alta no preço e no volume negociado, evidenciando que o Recorrente seguiu a movimentação do mercado.*

O referido padrão não foi identificado no processo, considerando não apenas a operação com ACGU3, mas também operações anteriores. Ademais, comprar ações sempre na alta ou na baixa, não constitui um indicador para a investigação de uso de informações privilegiadas, tampouco elimina tal hipótese.

Adicionalmente, analisando as considerações da defesa na documentação constante dos memoriais, encontra-se um gráfico que apresenta a evolução do volume negociado e do preço de ACGU3. Ao se analisar o comportamento nos dias anteriores à negociação, já é possível identificar que no dia 8 ocorreram todas as condições apontadas como relevantes para a tomada de

decisão de compra pelo Recorrente. Houve um aumento súbito na quantidade negociada e no preço da ação, conforme a estratégia alegada pela defesa, e também é possível depreender das informações apresentadas pela defesa que já circulavam algumas informações sobre uma eventual aquisição corporativa no setor. Entretanto, não o investimento por parte do Recorrente, o que somente ocorreu no dia seguinte à primeira reunião na Petrobrás Biocombustível, para a aquisição da Açúcar Guarani S.A.

- iv. *O Recorrente não vendeu as ações da Açúcar Guarani S.A. após a divulgação do fato relevante de 30 de abril de 2010, vendeu-as somente em 2016 e sofreu prejuízo de 76% sobre o valor investido.*

O argumento associa o resultado da operação e o prazo à configuração do uso de informação privilegiada e a tese não é correta. O momento analisado é o da compra das ações e não leva em conta a manutenção das ações em carteira, tampouco a ocorrência de prejuízo.

A manutenção das ações é um comportamento que pode ocorrer nos casos de identificação de irregularidade pelo supervisor de mercado ou por um profissional de mercado, quando o agente suspeito de realizar a irregularidade é informado. É o denominado “freezing”. Neste caso, o investidor fica “congelado” na posição, aguardando que não seja materializado qualquer resultado até o final das investigações. A conduta poderia ter como objetivo reduzir os elementos que produziram indícios e levariam à incriminação.

- v. *Na data da compra das ações pelo Recorrente, as negociações entre a Petrobrás Biocombustível e a Açúcar Guarani S.A. ainda eram embrionárias e não constituíam fato relevante.*

O argumento não ajuda o Recorrente, pois a cronologia dos fatos revela: (i) que a reunião ocorrida na Petrobrás Biocombustível no dia 24/03/2010 já seria o preparo para a ocorrência de um fato relevante; (ii) Que nesta reunião foram tratados assuntos que se tornaram um investimento bilionário da Petrobrás Biocombustível; e (iii) Que o Recorrente tinha um parente de primeiro grau nessa reunião, com posição funcional de coordenador financeiro da Petrobrás Biocombustível, e conhecimento técnico suficiente para entender sobre o assunto tratado.

- vi. *É incorreta a premissa do Diretor Relator Gustavo Borba de que havia informação relevante pendente de divulgação no momento das aquisições pelo Recorrente (mais de um mês antes da divulgação do fato relevante).*

A alegação não deve ser acolhida, pois no momento da negociação já teria ocorrido uma reunião voltada à aquisição da Açúcar Guarani S.A. e a informação sobre o interesse da Petrobrás Biocombustível em fazer um investimento na empresa do setor sucroalcooleiro. Essa informação ainda não era pública, mas já se referia a um evento que se encontrava em evolução, como comprova o Fato Relevante divulgado no dia 28/03/2010, sobre a reestruturação do grupo com a criação da Tereos Participação Ltda. e depois com a efetiva aquisição da empresa pela

- vii. *O Diretor Relator equivocou-se profundamente em não reconhecer a predominância dos investimentos em ações do Recorrente em companhias do setor energético.*

Contrariamente ao que alega o Recorrente nos autos, os seus investimentos em ações não revelaram um perfil concentrado no setor energético. Os ativos negociados apresentam liquidez muito superior à encontrada com ACGU3 e esta preferência pela liquidez e não pelo setor específico parece ser um perfil prevalecente de investimentos.

Sobre o investimento em ativos do setor de energia, apesar de algumas empresas da carteira do Recorrente atuarem no setor, este critério não se revela como prioritário na tomada de decisão.

Adicionalmente, o Recorrente alega que eventos semelhantes de aquisição de participações societárias já teriam ocorrido no setor e que este seria um ponto de pressão sobre a Petrobrás Bioenergia. Nos autos cita, por exemplo, a aquisição da Esso pela COSAN. No entanto, não foi observada a referência sobre a negociação de ações da COSAN pelo Recorrente, tornando o evento corporativo da Açúcar Guarani S.A. diferenciado para a decisão de investimentos.

IV. VOTO

12. Pelo exposto acima, o Recorrente apresenta um conjunto de indícios consistentes e convergentes que sustentam a condenação. Isso afasta a hipótese de coincidência aventada na defesa e nos levam à convicção de que o julgamento em primeira instância ocorreu de forma regular. A acusação foi baseada em padrões técnicos de uso e comprovação de indícios, que é o indicado para o caso.

Com relação à dosimetria da pena, a multa se apresenta como muito elevada com relação ao valor da operação e merece ser revista. Para a obtenção do valor da multa, como a operação resultou em prejuízo, recorre-se às seguintes hipóteses:

- a) Em primeiro lugar, temos que o valor da operação é de R\$89.408,00.
- b) Devido ao grau de relevância da operação noticiada no Fato Relevante, o impacto sobre os preços pode ser estimado em 10%, ou seja, podemos presumir um lucro de 10% na operação. Assim o lucro presumido seria de R\$8.904,80.
- c) Para o cálculo da multa pecuniária, será arbitrado o percentual de 150% do lucro presumido da operação, ou seja, R\$13.350,00

13. Desta forma voto por **PROVER PARCIALMENTE** ao Recurso Voluntário e mantendo a condenação de primeira instância, mas reformando o valor da multa para R\$13.350,00.

É o voto.

ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA – Conselheiro Relator.

Referências bibliográficas e citações

[1] Yazbek, O. – Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Elsevier Ed., 2007.

[2] Disponível em <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>

[3] Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc18-01.pdf>

[4] Ariely, D. – The (Honest) Truth About Dishonesty – How we lie to everyone – especially ourselves, Harper Collins Ed., 2013.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Affonso Mendonça, Conselheiro(a)**, em 31/08/2019, às 18:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3425767** e o código CRC **972DE51C**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100125/2018-00

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2014/1785

Relator: **ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA**

Ementa: RECURSO VOLUNTÁRIO. Negociação de ações mediante uso de informações privilegiadas. Recurso conhecido e provido.

DECLARAÇÃO DE VOTO DA CONSELHEIRA MARIA RITA DE CARVALHO DRUMMOND

1 INTRODUÇÃO

1. Trata-se de recurso voluntário interposto por Celso Brandão Knoedt (“Recorrente”) contra a decisão da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) que aplicou multa ao Recorrente, tendo em vista, segundo a autarquia, a ocorrência de irregularidades na negociação de ações da empresa Açúcar

2 MÉRITO

2. Preliminarmente, entendo que o CRSFN deve apreciar o caso considerando, também, os elementos apresentados pelo Recorrente em 06.09.2017.

3. Antes de tecer minhas considerações sobre o mérito do caso, é necessário dar um passo atrás e relembrar quais são os elementos que constituem o ilícito do *insider trading*.

4. Em suma, a conduta possui três elementos: “(i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada, e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida” (voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017).

5. Nesse diapasão, a prova da ocorrência de *insider* que sustenta a decisão da CVM e do Parecer da PGFN baseia-se em indícios. Embora o uso de provas indiciárias seja plenamente aceito, elas podem apenas sustentar uma condenação se “suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contra indícios” (voto do Dir. Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2016/5039).

6. Este é o conceito norteador desta declaração de voto: embora tenham sido levantados pela acusação alguns supostos indícios e presunções relativos à ocorrência de *insider*, eles não possuem a solidez necessária a uma condenação, e pode-se verificar diversos contra indícios presentes nos autos. Conforme defendido por Alfredo Lazzareschi Neto [\[1\]](#), não se deve confundir os indícios e presunções necessários à configuração do *insider trading* com uma efetiva ausência de prova, conforme acredito que ocorreu no voto do Conselheiro relator.

7. Para o Conselheiro relator, essa “pluralidade de indícios sólidos e convergentes” seriam, primeiro, a proximidade do Recorrente com o detentor da informação (seu filho) e, segundo, o sincronismo das aquisições realizadas pelo Recorrente.

8. Nesse sentido, o filho do Recorrente teria conhecimento da potencial operação entre a Companhia e a Petrobrás Biocombustível em 19.03.2010, tendo participado em reuniões sobre o tema a partir de 24.03.2010. O Recorrente adquiriu as ações em 25.03.2010 e 30.03.2010 - ou seja, antes da divulgação do fato relevante de 30.04.2010, que divulgou a parceria com a Petrobrás Biocombustível.

9. Cumpre ressaltar que (i) entre essas datas, em 28.03.2010, a Companhia divulgou fato relevante sobre a transação realizada com a Tereos Participações Ltda. (“Tereos”), e (ii) a Acusação não sustenta que o Recorrente teve acesso a essa informação.

10. Tecidas essas considerações, passo a registrar minhas divergências do voto do Conselheiro Relator.

11. Primeiramente, entendo que não existe, nos autos deste processo, subsídios suficientes que corroborem para uma posição de certeza relativa à presença do primeiro elemento do ilícito (a existência da informação privilegiada). Ou seja, não é certo que nos dias 25.03.2010 e 30.03.2010 já se sabia que haveria a operação entre a Companhia e a Petrobrás Biocombustível.

12. Isso porque, conforme sustentado pelo Diretor Gustavo Borba em sua decisão divergente de primeira instância, a Diretoria e o Conselho de Administração da Petrobrás Biocombustível apenas se reuniram para tratar do assunto a partir de 13.04.2010. A meu ver, antes dessa data, as negociações da operação seriam ainda incipientes, e seu desfecho imprevisível.

13. Segundo Nelson Eizirik [\[2\]](#),

“[a] partir de decisões dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores [para determinar quando uma operação torna-se relevante]: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações.”

14. Nenhum desses elementos era certo ou sequer passível de qualquer análise antes de 13.03.2014. Além disso, nessa época, o filho do Recorrente era coordenador financeiro da companhia, de forma que não teria poder decisório sobre o negócio.
15. Além disso, entendo que o Relatório de Análise GMA-1/Nº 23/2012 (fls. 300 e ss.) corrobora com a suspeita de que em 25.03.2010 e 30.03.2010 ainda não havia informação sobre a operação com a Petrobrás Biocombustível. Em síntese, o Relatório sustenta que as ações da Companhia oscilaram de forma atípica em 24.03.2010 e 25.03.2010: dois pregões antes da divulgação do fato relevante de 28.03.2010 – que, conforme já mencionado, trata da operação da companhia com a Tereos, informação a qual o Recorrente não teria acesso. Já durante o pregão de 30.04.2010, antes da divulgação do fato relevante no final do dia (sobre o qual o Recorrente supostamente já teria conhecimento) as ações novamente apresentaram oscilações atípicas.
16. Segundo o relatório, essas oscilações atípicas antes da divulgação dos fatos relevantes constituiriam “indícios suficientes de que as informações relevantes divulgadas pela empresa Açúcar Guarani em 28.03.2010 e 30.04.2010 se disseminaram para o mercado antes de seu anúncio oficial pela companhia”.
17. Assim, uma vez que as oscilações atípicas de 24.03.2010 e 25.03.2010 se relacionam apenas com a operação da Companhia com a Tereos (fato relevante de 28.03.2010), e as oscilações de 30.04.2010 apenas com a operação com a Petrobrás Biocombustível (fato relevante dessa mesma data), causa estranheza o fato de que o Recorrente comprou nos dias 25.03.2010 e 30.03.2010.
18. Se a informação da operação da Companhia com a Petrobrás Biocombustível já existia no final de março, por que houve oscilações atípicas decorrentes do vazamento da operação apenas em 30.04.2010? Esses dados, apesar de não concludentes, certamente são sugestivos para realizarmos o seguinte questionamento: seria natural que o Recorrente tivesse operado apenas em 30.04 ou, ainda, que houvesse oscilações atípicas ainda no final de março, quando a informação sobre a operação surgiu?
19. Ademais, outros contra indícios pesam a favor do Recorrente.
20. Primeiro, considero que as operações do Recorrente tinham racionalidade. Como o Recorrente é jornalista especializado em publicações sobre o mercado de energia, acredito ser plausível que ele anteviesse o investimento da Petrobrás Biocombustível no setor do etanol, sobretudo ao analisar as manifestações públicas da Petrobrás Biocombustível nesse sentido.
21. Divirjo, aqui, do Conselheiro Relator: embora a primeira manifestação oficial da Petrobrás Biocombustível tenha ocorrido em 30.04.2010, durante o evento do Grupo de Líderes Empresariais, o Diretor Gustavo Borba bem notou que já havia matérias públicas com declarações do interesse da Petrobrás Biocombustível no setor^[3].
22. Ainda quanto à racionalidade econômica das operações, o Recorrente argumentou que um dos motivos das aquisições foi o movimento de alta apresentado pelo papel e, embora esse argumento, por si só, não se sustente, entendo que deva ser sopesado.
23. Segundo, reputo que as aquisições eram compatíveis com o histórico de investimentos do Recorrente na última década. De acordo com o Conselheiro Relator, o “elo” comum entre as ações adquiridas pelo Recorrente seria sua alta liquidez, não o setor das companhias. Não obstante os investimentos do Recorrente se concentrarem em ações líquidas, observo também que a movimentação histórica (fls. 274 e ss.) indica que o Recorrente sempre investiu majoritariamente em companhias do setor energético (Petrobras ON e PN, CESP PN, CEMIG ON e PN, GERASUL PNB, LIGHT ON e TEREOS ON).
24. Considero, também, que o indício do sincronismo das operações investigadas não é irrefutável, como fez parecer a acusação. Conforme bem ressaltado pelo voto do Diretor Gustavo Borba, o Recorrente adquiriu as ações mais de 30 dias antes da divulgação dos fatos relevantes e, além disso, as manteve em sua carteira até 01.06.2016, incorrendo em prejuízo de 76%.
25. Por fim, ainda acerca do sincronismo da operação, merece uma consideração adicional o Modelo Simplificado de Crime Racional (“SMORC”), referido no voto do Conselheiro relator. Conforme resumiu em seu voto, esse modelo sugere que um agente cometerá uma infração se a probabilidade de ganho superar a probabilidade de que a infração seja descoberta. Aqui, a inferência realizada pelo Conselheiro relator foi a de que o Recorrente sabia que havia certa probabilidade de que

haveria alguma operação da Petrobras Biocombustível para entrar no setor do etanol, potencialmente com a Companhia.

26. Entendo que invocar esse modelo da economia comportamental não seja tão elucidativo no caso em tela. Com efeito, ao aplicar o SMORC para justificar o sincronismo da operação, o Conselheiro relator presumiu que o Recorrente teve acesso a uma informação relevante, completa e definitiva, por conta da reunião realizada por seu filho, e que o Recorrente tinha a percepção de que a probabilidade de ter seu ato sancionado seria menor do que a probabilidade de ganho.

27. Em outras palavras, o Conselheiro relator presumiu que estava lidando com um ilícito para, então, explicar que o sincronismo da operação foi perfeito. Ou seja, partiu de uma conclusão para explicar uma evidência.

28. Porém, a verdade é que não há como termos certeza do motivo pelo qual o Recorrente negociou naquele momento específico, se sabia da reunião de 24.03.2010 e se na mesma havia uma informação relevante definida, o que não nos parece visto que a mesma somente veio a ser anunciada mais de 30 dias depois. O sincronismo da operação é, na realidade, apenas mais uma evidência que devemos considerar para inferir se houve, ou não, ilícito.

29. Por isso, a análise jurídica em casos de *insider* como esse valem-se do exame de todos os indícios e contra indícios que apontam para a ocorrência, ou não, do ilícito. Nesse ponto, conforme explorei, entendo que a análise jurídica do caso leva à absolvição do Recorrente.

3 CONCLUSÃO

30. Assim, pelo exposto, julgo que, os contra indícios presentes no caso, juntos são suficientes para votar pelo provimento do recurso.

É como voto.

Brasília, 27 de agosto de 2019.

Maria Rita de Carvalho Drummond

Conselheira

[1] Ainda nesse sentido, afirma Alfredo Lazzareschi Neto que “Em regra, bastam indícios e presunções para caracterizar a prática do ilícito de *insider trading*, porquanto a prova cabal é quase impossível nesses casos (Colegiado da CVM, PAS 06/2003, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j. 14.9.2005). **Indícios e presunções, todavia, não se confundem com ausência de prova.**” [original sem grifos] [LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das sociedades por ações anotada. vol. I. 5ª ed. São Paulo: Societatis Edições, 2017. p. 676.]

[2] EIZIRIK, Nelson. A lei das S/A comentada. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 374.

[3] O Diretor Gustavo Borba fez referência à reportagem publicada em 09.02.2010 pela “Isto É Dinheiro” (<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/negocios/20100209/shell-dona-etanol-mundo/13277>).



Documento assinado eletronicamente por **Maria Rita de Carvalho Drummond, Conselheiro(a)**, em 09/10/2019, às 12:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?



[acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0](#), informando o código verificador **4413383** e o código CRC **1D248970**.
