



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

424ª Sessão

Processo 10372.100321/2018-76

Processo na primeira instância CVM RJ2016/5039

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA

RECORRENTES: RENATO RAMOS FERREIRA

RENATO RAMOS FERREIRA FILHO

RECORRIDA: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

ADVOGADO: IVAN IEGOROFF DE MATTOS (OAB/SP 316.184)

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. Mercado de Capitais. Negociação com Ações. Utilização de informação privilegiada. *Insider Trading* Secundário. Recursos conhecidos. Provimento parcial e desprovimento.

ACÓRDÃO CRSFN 80/2019

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, com base no voto do Relator:

1. conhecer dos recursos voluntários, por unanimidade;
2. por maioria, **dar provimento parcial** ao recurso de ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA, reduzindo a penalidade de multa no valor de R\$278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos) para R\$160.458,72 (cento e sessenta mil quatrocentos e cinquenta e oito reais e setenta e dois centavos), pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A. Vencidos os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Álvaro Affonso Mendonça, que votaram pelo provimento do recurso;
3. por maioria, **negar provimento** ao recurso de RENATO RAMOS FERREIRA, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil duzentos e cinquenta e quatro reais), pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A. Vencidos os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Álvaro Affonso Mendonça, que votaram pelo provimento do recurso;
4. por maioria, **negar provimento** ao recurso de RENATO RAMOS FERREIRA FILHO, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil oitocentos e sessenta reais), pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A. Vencidos os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Álvaro Affonso Mendonça, que votaram pelo provimento do recurso.

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. André Alvim de Paula Rizzo, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos, opinando pelo desprovimento dos recursos.

Brasília, 23 de abril de 2019.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 05/06/2019, às 19:55, 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 **2211677** e o código CRC **DDE1BF14**.



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

Processo 10372.100321/2018-76

Processo na primeira instância CVM RJ-2016-5039

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA
RENATO RAMOS FERREIRA FILHO
RENATO RAMOS FERREIRA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO

DO OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (PAS) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar a eventual utilização de informação privilegiada por RENATO RAMOS FERREIRA (Renato Pai), RENATO RAMOS FERREIRA FILHO (Renato Filho) e ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA (Alexandre) na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., em agosto de 2015.

DOS FATOS

2. Os fatos que deram origem ao PAS foram descritos, resumidamente, da seguinte forma no Relatório do Diretor-Relator da CVM:

2. Em 14.08.2015, após o fechamento do pregão, Bematech e Totvs S.A. ("Totvs") divulgaram

comunicado de fato relevante (“Fato Relevante”), informando a ocorrência de uma reorganização societária que resultaria na titularidade, por Totvs, da totalidade das ações de emissão de Bematech.

3. Em 17.08.2015, primeiro dia útil após a divulgação do fato relevante, as ações da Bematech fecharam em alta de 42,86%.

4. Em 19.08.2015, a Gerência de Acompanhamento de Mercado – 1 (“GMA-1”) identificou, em análise preliminar, operações suspeitas de três comitentes: Renato Ramos Ferreira, Renato Ramos Ferreira Filho e Alexandre Zattar Ferreira. Os mesmos investidores também foram identificados pelos filtros da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, que em 21.08.2015 encaminhou comunicado à CVM informando a identificação de operações atípicas envolvendo os referidos comitentes.

5. Os três Acusados adquiriram quantidades expressivas de ações ordinárias de emissão da Bematech (BEMA3) entre os dias 10 e 14.08.2010, imediatamente antes, portanto, da divulgação do Fato Relevante. ...

6. A fim de prosseguir com sua análise, a SMI [Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, da CVM] solicitou às corretoras (0110761 - 0110764) que intermediaram os negócios informações acerca dos dados cadastrais e das operações realizadas pelos Acusados com o ativo BEMA3, incluindo gravações de ordens.

7. As análises da SMI indicaram que Renato Pai é pai de Renato Filho e Alexandre. Os três acusados são residentes na cidade de Curitiba, mesmo local da sede da Bematech. Em suas investigações, a SMI apurou, ainda, que J.Z.F.B., filha de Renato Pai e irmã dos demais Acusados, é cunhada de W.E.G.B., que, à época dos fatos, era vice-presidente do conselho de administração da Bematech. Conforme resposta da Bematech ao Ofício nº 073/2015/CVM/GMA-1 (0110767), W.E.G.B. tomou conhecimento da informação objeto do Fato Relevante no dia 06.07.2015.

8. A análise das gravações das ordens dadas por Renato Pai ao operador da sua corretora indicaria que o Acusado se encontraria semanalmente com um grupo de amigos, onde teria recebido informações que recomendariam o investimento em BEMA3. Nesse sentido, a SMI chama atenção para o fato de Renato Pai ter decidido adquirir apenas ações BEMA3 naquele momento, muito embora tenha sido alertado pelo operador que o ativo tinha pouca liquidez e recebido indicação de compra de outros papeis mais líquidos. A Acusação traz trechos das gravações das ordens de compra dadas por Renato Pai em 11 e 12.08.2015 (0110792), que reproduzo a seguir:

...

9. Com base nas informações inicialmente obtidas, a SMI decidiu diligenciar para obter manifestação dos Acusados sobre os negócios considerados suspeitos, para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/20081.

10. Em 27.04.2016, Renato Filho prestou informações sobre seus negócios com BEMA3 nos dias 12, 13 e 14 de agosto de 2015 (0110789). Questionado sobre o que havia lhe motivado a realizar tais negócios, Renato Filho informou que seu pai havia recebido “em uma roda informal de amigos”, informações de que tais ações iriam se valorizar³.

11. Em 02.05.2016, Renato Pai prestou esclarecimentos sobre os seus negócios com BEMA3 (0110778). De acordo com o Acusado, em um cassino, na Argentina, ele encontrou duas pessoas que não conhecia falando que as ações da Bematech iriam se valorizar. Ainda segundo Renato Pai, como ele conhecia a empresa, decidiu analisar melhor o papel, tendo feito uma pesquisa onde encontrou, inclusive, uma corretora sugerindo a compra de BEMA3².

12. Ainda em sua manifestação prévia, Renato Pai informou não ter proximidade com W.E.G.B., declarando não ter conversado com ele acerca das perspectivas da Bematech. Em sentido similar, Renato Filho também informou em sua manifestação não ter relação de amizade com W.E.G.B. e desconhecer qualquer conversa entre seu pai e ele sobre investimentos em ações.

13. Finalmente, em 04.05.2016, a SMI obteve manifestação de Alexandre sobre seus negócios com BEMA3 (0110790). De acordo com o Acusado, a “motivação mesmo foi o meu pai que me falou, me passou a informação que era uma ação boa de comprar, que a ação valia a pena, pois ia se valorizar”. O Acusado negou ter conhecimento de uma reorganização societária envolvendo a Bematech e a Totvs quando adquiriu ações BEMA3; que soube pelos telejornais depois da

divulgação pública.

14. Analisando as operações realizadas pelos Acusados, a SMI aponta as seguintes características comuns:

- a. nenhum dos Acusados havia realizado operações em bolsa nos quatro anos anteriores à realização dos negócios com BEMA3. Alexandre já havia realizado outras operações em bolsa nos anos de 2008, 2009 e 2010, mas não havia mais negociado desde então (0110790);
- b. todos os Acusados abriram contas com as corretoras em agosto, poucos dias antes de realizarem as compras de BEMA3;
- c. operaram valores atípicos, adquirindo ações de Bematech quando essas operavam em queda;
- d. somente operaram o papel BEMA3 até a data de publicação do Fato Relevante;
- e. operaram volumes expressivos de BEMA3, investindo valores correspondentes percentuais relevantes do patrimônio financeiro declarado (31% no caso de Renato Pai, 140,67% no caso de Renato Filho, e 90% no caso de Alexandre) e sendo responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante; e
- f. operaram com foco em investir valores muito significativos, inclusive quando comparados aos seus patrimônios pessoais, em um ativo ilíquido, ao invés de investirem em uma carteira diversificada de ações.

15. Com base em todas as provas coletadas, a Acusação conclui que o conjunto de indícios coletados representa prova indiciária suficiente para comprovar o insider trading. ...

...

16. Ainda segundo a Acusação, os Acusados teriam obtido os seguintes lucros indevidos com as operações feitas com uso de informação privilegiada: (1) R\$ 277.127,00, no caso de Renato Pai; (2) R\$ 229.930,00, no caso de Renato Filho; e (3) R\$ 139.261,20, no caso de Alexandre⁴.

17. Embora todos os acusados tenham negado ter conhecimento acerca da operação objeto do Fato Relevante quando adquiriram ações BEMA3, a SMI entendeu que o conjunto de indícios acima resumido seria uma prova indiciária suficiente a comprovar a utilização de informação privilegiada pelos Acusados e, portanto, o descumprimento do artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, razão pela qual propôs a responsabilização dos Acusados.

...

20. Em virtude da manifestação da PFE, a SMI ajustou o Termo de Acusação, acusando Renato Pai, Renato Filho e Alexandre de terem violado o disposto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociarem ações de Bematech de posse de informação relevante ainda não divulgada.

DEFESA JUNTO À CVM

3. Em defesa junto à CVM, conforme Relatório do Diretor-Relator da CVM, os Recorrentes alegaram, resumidamente, que:

21. Em 16.08.2016, os Acusados apresentaram defesa conjunta (“Defesa”) alegando que não se valeram de informações privilegiadas em suas aquisições de ações de emissão da Bematech antes da divulgação do Fato Relevante.

22. Segundo a Defesa, Renato Pai pretendia entrar no mercado de capitais desde o início de 2015, por influência de um grupo de amigos (que não incluía nenhuma pessoa com qualquer relação societária ou econômica com as empresas envolvidas na operação reportada pelo Fato Relevante) com quem se reunia semanalmente às quintas-feiras.

23. A partir de então, Renato Pai teria começado a analisar o desempenho de diversas empresas, inclusive da Bematech, empresa local e com atuação no ramo da tecnologia. A Defesa faz referência a relatórios de análise e a reportagens divulgadas em fevereiro, maio e junho de 2015, sempre

indicando um potencial de valorização das ações da Bematech.

24. Em junho de 2015, Renato Pai teria realizado viagem de lazer para Foz do Iguaçu, onde teria presenciado uma conversa de duas pessoas desconhecidas que falavam sobre a oportunidade de aquisição de ações da Bematech, que seria um excelente negócio em breve.

25. Segundo a Defesa, com base no que escutou nessa conversa e nas informações que teria lido em relatórios de análise e notícias, Renato Pai teria decidido investir em ações da Bematech, recomendando a seus filhos a oportunidade. Nenhum dos Acusados, alega a Defesa, teria recebido qualquer informação privilegiada de qualquer acionista, diretor ou funcionário da Bematech ou da Totvs ou teria qualquer relação comercial, profissional ou de confiança com essas companhias.

26. Prossegue a Defesa, argumentando que as informações coletadas por Renato Pai, e corroboradas pela conversa entreouvida no cassino, teria resultado em “uma percepção segura de que a aquisição das referidas ações geraria um lucro no curto ou médio prazo”, e que a divulgação do Fato Relevante, que tornou tal percepção uma realidade, seria apenas uma “benéfica coincidência e, ao que parece, conhecida dos analistas de mercado”.

27. A Defesa prossegue assinalando que as operações realizadas pelos Acusados não teriam causado nenhum prejuízo reclamado ou declarado aos demais investidores ou ao mercado de capitais. Destaca, ainda, que Renato Pai teria também adquirido ações de outras companhias no período coberto pela acusação.

28. Na sequência, a Defesa reitera que os Acusados, em momento algum, receberam informações privilegiadas acerca da operação divulgada no Fato Relevante, ressaltando que o fato de a filha de Renato Pai ser cunhada de um administrador da Bematech “não traz como consequência lógica a certeza da transferência da informação deste fato relevante”. Os Acusados não tinham qualquer vínculo pessoal ou profissional com o referido executivo, que não lhes teria fornecido qualquer informação.

29. Na sequência, a Defesa assinala que os insiders secundários não são atingidos pela norma legal (artigo 27-D da Lei nº 6.385/76).

30. Com base em tais argumentos, a Defesa requer que a acusação seja julgada improcedente.

DECISÃO DA CVM

4. Após análise das considerações dos recorrentes, o Diretor-Relator da CVM elaborou Voto, aprovado pelo Colegiado da CVM por unanimidade, com o seguinte teor, resumidamente:

2. Os Acusados adquiriram quantidades expressivas de ações BEMA3 entre os dias 10 e 14.08.2015; imediatamente antes, portanto, da divulgação do comunicado de fato relevante de 14.08.2015, em que a Bematech e Totvs S.A. (“Totvs”) noticiaram a ocorrência de uma reorganização societária que resultaria na titularidade, por Totvs, da totalidade das ações de emissão da Bematech (“Fato Relevante”), mas, negam ter tido acesso a qualquer informação privilegiada acerca da operação.

3. A caracterização de insider trading requer a presença de 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 indevida¹.

4. A jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de insider trading podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios².

5. No caso em tela, parece-me que existem diversos indícios que demonstram, de forma bastante contundente, que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada e a utilizaram em operações no mercado de valores mobiliários com a finalidade de obter vantagem indevida. Senão, vejamos.

6. Com relação ao primeiro elemento necessário para a caracterização do ilícito em análise (existência de informação privilegiada), ressalto que, à época em que os Acusados adquiriram ações BEMA3, a Bematech estava negociando a operação com a Totvs. A notícia era, sem dúvida, relevante, como demonstra a forte valorização do papel após o anúncio da operação. Ademais, a operação entre Bematech e Totvs era sigilosa, no momento em que os Acusados adquiriram o papel,

só tendo sido noticiada com a divulgação do Fato Relevante. Parece-me, portanto, clara, a existência de informação privilegiada.

7. Passo ao exame do segundo requisito, que é o acesso à informação privilegiada antes da sua divulgação ao mercado. Os Acusados reconhecem em suas manifestações que Renato Pai teve acesso a informações que indicariam que as ações BEMA3 iriam se valorizar, mas, negam ter tido acesso a informações específicas sobre a operação entre Bematech e Totvs. A defesa argumenta, ainda, que tais informações apenas teriam corroborado as análises que Renato Pai já vinha fazendo para identificar boas oportunidades de investimento no mercado de capitais. Já Renato Filho e Alexandre informaram que os seus investimentos em BEMA³ foram motivados por recomendação dada por Renato Pai.

8. A investigação realizada pela SMI não nos permite ter certeza sobre a fonte das informações utilizadas pelos Acusados. O teor das conversas de Renato Pai com o operador da corretora através da qual operava indica que o referido Acusado recebeu informações em uma roda de amigos, hipótese corroborada por Renato Filho em sua manifestação preliminar. Posteriormente, Renato Pai alterou a explicação, informando que a decisão de investimento teria sido motivada por uma conversa entre estranhos, entreouvada durante uma viagem de lazer. Na defesa, os Acusados assinalam que essa conversa entreouvada seria apenas um dos elementos considerados por Renato Pai em sua decisão de investimento.

9. A Acusação assinala que a filha de Renato Pai, irmã dos demais acusados, era cunhada de um dos administradores da Bematech. Em suas manifestações preliminares e na defesa, os Acusados ressaltam não ter qualquer proximidade com o referido administrador e afirmam não terem dele recebido qualquer informação privilegiada. Em sua apuração, a área técnica não encontrou elementos que permitissem concluir que o referido executivo foi, de fato, a fonte da informação privilegiada.

10. No direito brasileiro, a configuração do ilícito de insider trading não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado. Essa orientação, que tem prevalecido na jurisprudência da CVM³, é coerente com a opção do legislador de 2001, que proibiu o uso da informação privilegiada por “qualquer pessoa”, incluindo quem tenha acesso fortuito a ela. Em outras palavras, nosso regime equipara o insider acidental ao insider secundário⁴.

11. Naturalmente, quando se apura o eventual uso de informação privilegiada por pessoa que não ocupa função, ou cargo, na companhia, nem tem uma relação de fidúcia com essa que lhe confira acesso direto à informação privilegiada, a acusação precisa comprovar, de forma bastante convincente, que o suspeito estava de posse de informação privilegiada quando operou no mercado de valores mobiliários. Isso não quer dizer que não se possa construir uma acusação dessa natureza a partir de provas indiciárias, mas, sim, que não se aplicam em tais casos as regras da Instrução CVM nº 358/2002, que autorizam a presunção: (i) de que existia informação relevante, ou (ii) de que essa era do conhecimento do acusado.

12. Voltando ao caso concreto, noto que a Acusação traz um conjunto bastante robusto de indícios de que as operações realizadas pelos Acusados foram motivadas por informações privilegiadas acerca da operação. Nesse sentido, a Acusação demonstrou que:

a. nenhum dos Acusados operou em bolsa nos quatro anos anteriores à realização dos negócios com BEMA3. Alexandre já havia realizado outras operações em bolsa nos anos de 2008, 2009 e 2010, mas, desde então, não havia mais negociado naquele mercado. Os demais Acusados nunca haviam operado em bolsa;

b. todos os Acusados abriram suas contas nas corretoras poucos dias antes de realizarem as compras de BEMA3;

c. todos os Acusados operaram valores atípicos, adquirindo ações da Bematech quando essas operavam em queda, e, justamente às vésperas da divulgação do Fato Relevante;

d. os Acusados adquiriram o papel BEMA3 somente até a data da publicação do Fato Relevante;

e. até a divulgação do Fato Relevante, os Acusados não adotaram uma estratégia diversificada de investimento, tendo comprado apenas ações BEMA3, um ativo com pouca liquidez. Nesse ponto, é significativo notar que Renato Pai optou por adquirir apenas ações da Bematech,

mesmo após ser advertido por seu corretor acerca da baixa liquidez do papel;

f. os Acusados investiram montantes bastante expressivos em ações BEMA3, correspondentes a percentuais relevantes dos seus patrimônios financeiros declarados; e

g. os Acusados foram responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante.

13. Diante de todos esses fortes indícios, parece-me claro que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada.

14. O último elemento do tipo é a utilização da informação privilegiada na negociação com a finalidade de obter vantagem indevida. A demonstração do nexo causal entre a posse da informação privilegiada e a negociação é um dos pontos mais tormentosos dos casos de insider trading. Na maior parte dos casos, não será possível obter uma evidência documental acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação privilegiada, para confirmar se a sua decisão foi, efetivamente, motivada, ou influenciada, por tal informação⁵.

15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do insider trading, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida⁶.

16. A presunção de que aquele que negocia estando de posse de informação privilegiada utiliza tal informação, constante do caput e do §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, é a única regra de presunção do ilícito de insider trading constante do referido normativo, que pode ser aplicada aos insiders secundários – naturalmente, desde que antes se comprove que o acusado possuía a informação privilegiada.

17. Essa presunção facilita sobremaneira a persecução do insider trading, pois, afinal de contas, é muito mais simples demonstrar a posse de informação privilegiada do que a motivação do insider ao operar⁷. Ademais, é pouco factível supor que uma pessoa que possui uma informação privilegiada consegue neutralizar os efeitos dessa informação ao avaliar uma possível negociação. Nesse sentido, um tribunal norte-americano asseverou que: “ao contrário de uma arma carregada, que pode permanecer pronta e não ser utilizada, a informação privilegiada não pode ficar inerte na mente humana⁸”.

18. Trata-se, é claro, de presunção relativa, que pode ser afastada caso existam provas (inclusive indiciárias) em contrário.

19. No caso em tela, contudo, considero que os diversos indícios acima listados (item 12) autorizam a conclusão de que as operações dos Acusados com ações BEMA3 foram motivadas pela posse de informação privilegiada. De fato, não me parece factível que os Acusados tenham investido valores expressivos em um papel com pouca liquidez, sem nunca antes terem operado em bolsa, motivados apenas por uma conversa entre dois desconhecidos em um cassino na Argentina, indicando que o papel “iria se valorizar”. Ao contrário, entendo que os indícios apontados pela Acusação são fortes, consistentes e convergentes, e autorizam a conclusão de que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada e a utilizaram nas compras de ações BEMA3.

20. A defesa argumenta que Renato Pai adquiriu outras ações no período. Todavia, entendo que as operações realizadas pelo acusado não configuram um contraindício que crie dúvidas acerca da prática do insider trading. Nesse sentido, ressalto, primeiramente, que os demais investimentos de Renato Pai foram realizados após as operações com ações da Bematech.

21. Reconheço que uma acusação de uso de informação privilegiada baseada em indícios perde força quando o acusado demonstra que as operações consideradas suspeitas eram consistentes com o seu padrão de negociação. Não obstante, parece-me claro que a força desse contraindício está diretamente correlacionada à similitude entre as operações suspeitas e as operações feitas anteriormente, bem como à recorrência do padrão de negociação. Nesse sentido, entendo que o fato de Renato Pai ter realizado outras operações no mercado de ações após a compra das ações da Bematech não pode ser considerado um contraindício apto a afastar a Acusação, que, como visto,

encontra-se alicerçada em indícios múltiplos, fortes e convergentes.

22. O último argumento trazido na defesa é o de que as operações realizadas pelos Acusados não teriam causado nenhum prejuízo reclamado, ou declarado aos demais investidores, ou no mercado de capitais. Sobre esse ponto, ressalto que a configuração do insider trading não requer demonstração do prejuízo. A proibição dessa prática tem por objetivo assegurar a integridade do mercado e a confiança dos investidores de que estarão negociando em pé de relativa igualdade com suas contrapartes.

23. Diante de todo o exposto, voto pela condenação dos Acusados pela utilização de informações privilegiadas em seus negócios com ações ordinárias de emissão da Bematech entre os dias 10 e 14 de agosto de 2015.

...

5. Assim, o Colegiado da CVM decidiu por unanimidade:

1. APLICAR ao acusado Renato Ramos Ferreira a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil, duzentos e cinquenta e quatro reais), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002;

2. APLICAR ao acusado Renato Ramos Ferreira Filho a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil, oitocentos e sessenta reais), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002; e

3. APLICAR ao acusado Alexandre Zattar Ferreira a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

RECURSO AO CRSFN

6. Intimado da Decisão da CVM em 18/01/2018 (fl. 611 do arquivo PDF 'Inteiro Teor'), o Recorrente apresentou Recurso Voluntário em 19/02/2018 (fl. 350 do arquivo PDF 'Inteiro Teor'), onde apresenta as seguintes alegações de defesa, resumidamente:

(i) Da nulidade do termo de acusação: a CVM não observou o procedimento de Manifestação Prévia do Acusado previsto no Art. 11 da Deliberação CVM 538/08: O Art. 11 da Deliberação CVM 538/08 determina que "para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso". E considera-se realizada essa diligência se o acusado tiver (i) prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos a ele imputados; ou (ii) sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça. Ocorre que, no presente caso, os Recorrentes não prestaram depoimento pessoal, não se manifestaram voluntariamente, nem foram intimados a prestar esclarecimentos acerca dos atos a eles imputados. Na verdade, houve mera ligação telefônica a cada um dos Recorrentes, realizada de supetão e conduzida informalmente pelos funcionários M. A. P. M. e L. A. R., ambos da SMI, da CVM. As ligações telefônicas foram realizadas para os Recorrentes Renato Filho, Renato Pai e Alexandre, respectivamente, em 24.04.2016, 02.05.2016 e 04.05.2016. ... Como se verificou, ao acusado deve ser garantido o direito de ser assessorado por advogado em qualquer fase do processo, o que não foi sequer possibilitado aos Recorrentes. Dessa forma, a CVM, ao assim proceder, violou os critérios estabelecidos pelo Art. 2º, Parágrafo Único, I, V, VI, VIII e X, da Lei 9.784/99. E essa não é a única irregularidade no procedimento conduzido pela CVM. Analisando-se a ligação feita pelo funcionário da CVM M. A. P. M., ao Recorrente Renato Pai, em 02.05.2016, verifica-se que o servidor, após se apresentar como tal, começou a realizar uma série de perguntas ao Recorrente, sempre adotando um caráter informal, sem nunca o comunicar sobre a existência de um inquérito ou processo administrativo em curso. A propósito, somente depois de algumas respostas foi que o

funcionário da CVM Informou que a ligação seria gravada, e que o Recorrente poderia deixar de responder qualquer pergunta feita, caso não se sentisse confortável em respondê-la (ao que o Recorrente prontamente respondeu que não tinha problema em responder a qualquer pergunta, porque não cometera nenhuma irregularidade). Situação muito parecida foi enfrentada pelo Recorrente Renato Filho, que, pouco tempo após começar a ser indagado pelo servidor M. A. P. M., foi informado de que a ligação estava sendo gravada, e que as perguntas seriam feitas para esclarecimentos no âmbito de um processo administrativo conduzido pela CVM. O Recorrente Alexandre, por sua vez, recebeu ligação do funcionário L. A. R., que, apesar de informar que a conversa seria gravada, não o avisou de que havia um processo administrativo em curso, muito menos que os esclarecimentos prestados poderiam ser utilizados nesse processo. Fato é que as irregularidades ora apontadas, relacionadas à Manifestação Prévia do investigado prevista no Art. 11 da Deliberação CVM 538/08, acabam por afrontar o devido processo legal, garantido pelo Art. 5º, LIV, da Constituição Federal, e os princípios do contraditório e da ampla defesa, assegurados pelo Art. 5º, LV, da Constituição Federal, além de contrariarem os próprios princípios que regem a Administração Pública, previstos no Art. 37 da Constituição Federal. Ainda, a CVM, ao assim proceder, violou o Art. 2º, Parágrafo Único, I, V, VI, VIII e X e o Art. 3º, IV, da Lei 9784/99.

(ii) Nos casos de insider secundário, é necessário que se prove o acesso à informação privilegiada, o que não ocorreu no presente caso: O Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, em seu voto condutor do julgamento que culminou com a condenação dos Recorrentes, afirmou que, "no direito brasileiro, a configuração do ilícito de *insider trading* não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado" e que esse entendimento "tem prevalecido na jurisprudência da CVM" ... Ocorre que os precedentes citados pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez não foram corretamente analisados. Os votos citados não caminham no sentido de dispensar a identificação do informante em casos de *insider* secundário. ... para a condenação de alguém pela prática de *insider* é necessário que se prove o acesso à informação. É necessário, portanto, demonstrar que o *insider* secundário efetivamente teve acesso à informação privilegiada, inexistindo qualquer presunção, ainda que relativa, ao contrário dos casos de *insider* primário. Nesse diapasão, vale relembrar, também, o voto condutor proferido pelo Diretor Relator Marmelo Fernandez Trindade, no julgamento do PAS CVM nº 13/2000, em 17.04.2002: ... No presente caso, contudo, não se verifica o plus factor, elemento essencial para a condenação dos acusados quando não há provas concretas, mas meros indícios, de que o acusado de fato teve acesso à informação privilegiada. E os Recorrentes não se utilizaram de estrutura fraudulenta porque não praticaram nenhuma irregularidade, à medida que não tinham conhecimento sobre a reorganização societária da Bematech.

(iii) Não existem indícios relacionados à suposta fonte da informação privilegiada: ... a CVM não logrou êxito em provar o acesso dos Recorrentes à informação privilegiada (a operação societária entre Bematech e Totvs). Assim, a acusação apontou alguns indícios que, em conjunto, sugeririam que os Requeridos tinham ciência da informação privilegiada antes da divulgação do fato relevante antes de sua divulgação por meio de fato relevante. ... o Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez condenou os Requeridos, afirmando que "a jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde queda acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios". Os precedentes citados pelo próprio Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez dão conta da importância de que as evidências permitam a inferência de como a informação privilegiada chegou ao acusado. No presente caso, contudo, questiona-se: de que forma a acusação sugere que os Recorrentes supostamente tiveram acesso à informação privilegiada? A resposta a essa pergunta não se encontra no Termo de Acusação. Muito menos no voto condutor proferido pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no julgamento que culminou com a condenação dos Recorrentes. Daí porque, no presente caso, inexistem indícios fortes, diversos, convergentes, graves, contundentes, que permitam a condenação dos Recorrentes. Esse Conselho já teve a oportunidade de discorrer sobre a valoração de indícios em casos de *insider trading*, destacando-se o voto condutor proferido pelo Conselheiro Relator Carlos Pagano Botano Portugal Gouvêa, no julgamento do Recurso 13.454, na 404ª Sessão, realizada em 25.07.2017: ... Cumpre lembrar, também, que, no Termo de Acusação, apontava-se como indício o fato de o Sr. W. E. G. B., vice-presidente do conselho de administração da Bematech à época dos fatos, é irmão do Sr. E. Á. G. B., que é sócio dos Recorrentes em duas sociedades, além de ser marido da Sra. J. Z. F. B., que por sua vez é filha do Recorrente Renato Pai e irmã dos Recorrentes Renato Filho e Alexandre. Esse

suposto indício foi veementemente contradito pelos Recorrentes, que sempre afirmaram categoricamente que não têm contato com o Sr. W. E. G. B., nem teriam com ele conversado sobre a Bematech ou sobre as Ações BEMA3. E a própria acusação reconheceu que não poderia afirmar que o Sr. W. E. G. B. ou o Sr. E. Á. G. B. "teriam sido a fonte da informação", tanto que o Colegiado da CVM desconsiderou esse alegado indício, afirmando que "a área técnica não encontrou elementos que permitissem concluir que o referido executivo foi, de fato, a fonte de informação privilegiada".

(iv) O presente caso tampouco configura insider accidental, uma vez que os Recorrentes não tiveram acesso à informação privilegiada: Outro elemento apontado pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, como forma de relativizar a necessidade de se provar o acesso do acusado à informação privilegiada, foi a equiparação do *insider* accidental ao *insider* secundário. Para tanto, utiliza-se do relatório sobre *insider trading* publicado pela Internacional Organization of Securities Comissions ("IOSCO") em 2003. Ocorre que o presente caso também não trata de *insider* accidental. Isso porque, aproveitando o próprio conceito sobre *insider* accidental constante do relatório sobre *insider trading* publicado pela IOSCO:

*An "accidental" insider is a person that neither has access to inside information, nor was tipped by a person who has access to such information, but learned inside information due to special circumstances. Examples of such circumstances include overhearing a conversation in the lift or by mobile phone, to a wrong number, etc.*¹²

¹² Em tradução livre: "Um *insider* accidental é uma pessoa que não tem acesso à informação privilegiada, nem recebeu a dica por uma pessoa que teve acesso a essa informação, mas recebeu a informação privilegiada devido a circunstâncias especiais. Exemplos dessas circunstâncias incluem entre ouvir uma conversa no elevador ou pelo celular, encontrar documentos confidenciais em uma lixeira, receber fax por engano, etc." (IOSCO - *International Organization of Securities Comissions. Insider Trading - How Jurisdictions Regulate It*. Março, 2003. p. 9.)

Como já demonstrado acima, os Recorrentes não tinham ciência da reorganização societária da Bematech anteriormente à divulgação do fato relevante. Não receberam voluntariamente essa informação de alguém relacionado à Bematech, à Totvs ou à operação, tampouco a ela tiveram acesso por acaso.

(v) Existem contraindícios suficientes para demonstrar que os Recorrentes não tiveram acesso à informação privilegiada:

- (a) O Recorrente Renato Pai tinha a intenção de formar uma carteira de ações;
- (b) Dentre as companhias que o Recorrente Renato Pai vinha analisando, a Bematech atuava em segmento de negócios familiar à Complaser, sociedade da qual os Recorrentes são sócios;
- (c) A Bematech vinha sendo objeto de análise pelo recorrente Renato Pai há cerca de um ano;
- (d) Havia análises de mercado recomendando a aquisição de Ações BEMA3;
- (e) O Recorrente Renato Pai ouviu rumores de que as Ações BEMA3 valorizariam no curto prazo;
- (f) O valor investido pelos Recorrentes é ínfimo, se comparado a seus respectivos patrimônios;

(vi) A Teoria do Mosaico: os Recorrentes adquiriram Ações BEMA3 após analisarem um conjunto de elementos sobre a Bematech que permitissem tomar a decisão de investimento: Os elementos acima elencados não configuram, isoladamente, informação privilegiada, mas, em conjunto, tornaram-se relevantes para que os Recorrentes tomassem sua decisão de investimento. Trata-se, portanto, de exemplo da Teoria do Mosaico, reconhecida pela CVM, conforme voto condutor proferido pelo Diretor Relator no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5039, ocorrido em 26.09.2017: ...

(vii) Pleito subsidiário: redução do valor da penalidade aplicada aos Recorrentes: O Art. 11 da Lei 6385/76 prevê que a dosimetria da multa deve levar em consideração os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade. No presente caso, contudo, esses princípios não foram observados. Utilizando-se o critério estabelecido pelo Art. 11, §1º, II, da Lei 6385/76, o valor máximo da multa seria o equivalente a três vezes o montante da vantagem econômica auferida. No presente caso, por todas as circunstâncias reconhecidas na própria r. decisão da CVM, os Recorrentes

mereceriam a pena mínima. Por que, então, aplicar penalidade de multa equivalente a duas vezes o valor da vantagem obtida? Seria o caso, no limite, de uma vez o montante da vantagem auferida. E o caso do Recorrente Alexandre é ainda pior. O Termo de Acusação apresentou valor equivocado do benefício auferido pelo Recorrente Alexandre na operação com as Ações BEMA3. Como poderia o Recorrente Alexandre ter investido R\$ 154.772,00, alcançando lucro de R\$ 139.261,20 (cerca de 89,98%)? Na verdade, o Recorrente Alexandre adquiriu R\$ 155.678,37 em Ações BEMA3, tendo recebido, entre venda e bônus, R\$ 225.539,25. Além disso, permaneceu com investimento no valor de R\$ 9.500,00 em ações de emissão da Totvs, o que totaliza R\$ 235.039,25, que, descontados dos R\$ 155.678,37 investidos, resulta em lucro de R\$ 69.860,88 (44,88%). Os Recorrentes pleiteiam, pois, em caráter subsidiário, a redução do valor da multa aplicada e, com relação ao recorrente Alexandre, que a base de cálculo seja corrigida.

PARECER PGFN

7. Após sorteio a este Conselheiro em 20/09/2018 (documento SEI nº 1301453), o Recurso foi enviado à Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN) para que emitisse posicionamento quanto aos seguintes temas: (i) nulidade do Termo de Acusação; (ii) elementos para caracterização do *Insider Trading* secundário no caso em análise; (iii) apresentação de contraindícios para demonstrar que os Recorrentes não tiveram acesso à informação privilegiada; (iv) compras com fundamento em análise de conjunto de elementos; (v) eventuais assuntos que considere relevantes para análise do Recurso Voluntário, inclusive questões relacionadas à dosimetria aplicada.

8. Em resposta, a PGFN emitiu o Parecer PGFN/NUCAF/CRSFN/nº 18/2019 (SEI nº 1764644), de autoria do Dr. ANDRÉ ALVIM DE PAULA RIZZO, onde analisa os temas objeto da demanda deste Conselheiro Relator e emite posicionamento, quanto ao argumento de nulidade por não observação do procedimento de Manifestação Prévia do Acusado previsto no Art. 11 da Deliberação CVM 538/08, de que não ocorreu vício processual no trâmite deste processo, não vislumbrando plausibilidade na tese esgrimida pelos Recorrentes. Além disso, após análise dos demais temas, opina pelo desprovimento do Recurso Voluntário.

É o relatório.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 14/02/2019, às 10:55, 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 **1768628** e o código CRC **5519E10D**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA
RENATO RAMOS FERREIRA FILHO
RENATO RAMOS FERREIRA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Mercado de Capitais. Negociação com Ações. Utilização de informação privilegiada. *Insider Trading* Secundário. Recurso conhecido e desprovido.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (PAS) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar a eventual utilização de informação privilegiada por RENATO RAMOS FERREIRA (Renato Pai), RENATO RAMOS FERREIRA FILHO (Renato Filho) e ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA (Alexandre) na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., em agosto de 2015.

2. O PAS resultou na aplicação pela Autarquia, em primeira instância, de penalidades de MULTAS aos Recorrentes, em montantes correspondentes a duas vezes o lucro obtido, nos valores de R\$ 554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil, duzentos e cinquenta e quatro reais), R\$ 459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil, oitocentos e sessenta reais) e R\$ 278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos), aos Srs. RENATO RAMOS FERREIRA (Renato Pai), RENATO RAMOS FERREIRA FILHO (Renato Filho) e ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA (Alexandre), respectivamente.

PRELIMINARES

3. Não se identifica óbice algum quanto à admissibilidade do recurso, tendo em vista que foi apresentado tempestivamente. O Recurso foi interposto no dia 19/02/2018 (fl. 350 do arquivo em PDF 'Inteiro Teor' - SEI nº 1087597), uma segunda-feira, e a intimação ocorreu no dia 18/01/2018 (fls. 608, 610 e 612 do arquivo em PDF 'Inteiro Teor' - SEI nº 1087597).

4. Relativamente aos prazos, entendo que os documentos trazidos aos autos evidenciam que não houve prescrição, intercorrente ou ordinária. A seguir, listo conjunto de fatos/documentos que comprovam este posicionamento:

- (i) 10 a 14/08/2015: negociações apontadas como irregulares;
- (ii) 14/08/2015: Fato Relevante;
- (iii) 28/08/2015 - Ofícios nº 070, 071/2015/CVM/GMA-1
- (iv) 03/09/2015 - Ofícios nº 073, 074, 075, 076/2015/CVM/GMA-1
- (v) 23/05/2016 - Ofício nº 19/2016-CVM/SMI/GMA-1
- (vi) 13/06/2016 - PARECER n. 00076/2016/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU
- (vii) 27/06/2016 - Termo de Acusação
- (viii) 26/09/2017 - Decisão CVM

ALEGAÇÃO DE NULIDADE

5. A seguir, analiso o argumento dos Recorrentes no sentido do não atendimento do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008. Tal dispositivo prevê que, antes da formulação da acusação, esta autarquia

deve diligenciar no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos na acusação. O texto da norma dispõe:

Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

6. A respeito, inicialmente observo que o assunto foi enfrentado no Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 18/2019 (documento SEI nº 1768628), cujo posicionamento acompanho integralmente e incorporo a este Voto nos termos do § 1º do art. 50 da Lei nº 9.874/98. O documento citado esclarece:

(I) Nulidade do Termo de Acusação

Inobservância do procedimento de manifestação prévia do Acusado, previsto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08

11. Conforme se vê nos autos, a CVM, com base nas informações inicialmente obtidas, decidiu diligenciar para obter as manifestações dos Acusados sobre os negócios considerados suspeitos, para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008.

12. A orientação emanada da sua norma interna foi plenamente cumprida pelos servidores da CVM, não havendo nada na conduta deles que afete a higidez do processo. A referida norma não impõe forma estrita de realização da manifestação dos investigados e não se pode negar validade a nenhuma das diversas formas de oitiva existentes no mundo moderno – depoimento presencial, por carta, por videoconferência, por mensagem eletrônica, por meio telefônico, etc.

13. A oitiva dos investigados por meio telefônico não trouxe qualquer prejuízo à instrução processual, ressaltando-se que é facultativa a defesa por advogados em processo administrativo, conforme pacífica jurisprudência dos tribunais.

14. Em reforço, rememoro que a doutrina e a jurisprudência sempre foram no sentido de impossibilidade de decretação de nulidade processual quando não provado, de forma irrefutável, o prejuízo substancial sofrido pela parte. Neste sentido, transcrevo trecho do Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN/Nº 049/2018:

...

7. Observo, ainda, que, de acordo com o disposto na Deliberação CVM nº 538/2008, o processo administrativo sancionador é instaurado com a intimação do acusado para apresentação da defesa (§1º do art. 8º). Assim, fica clara a improcedência do argumento dos Recorrentes: (i) de que foram feridos os princípios do contraditório e da ampla defesa; (ii) de que foi afrontado o devido processo legal ou (iii) de que foram contrariados os Princípios da Administração Pública.

MÉRITO

8. Relativamente ao mérito, entendo que o PAS e a Decisão não carecem de reparos. O processo traz um conjunto substancial de elementos que apontam a correção da condenação dos acusados. Além disso, a dosimetria da pena aplicada é educativa, em níveis adequados, não podendo ser alegado que os valores são confiscatórios ou desproporcionais à capacidade econômica dos Recorrentes ou ao valor das operações, cabendo análise quanto aos argumentos do Sr. Alexandre Zattar Ferreira, de erro no cálculo.

9. Quanto aos elementos de autoria e materialidade, entendo que os itens 3 a 23 do Voto do Diretor-Relator da CVM, reproduzidos no Relatório deste Conselheiro, esclarecem, adequadamente a questão. O texto enumera elementos para caracterizar o *insider trading* e descreve a fundamentação para considerar que as provas, mesmo que indiciárias, levam à conclusão, além de qualquer dúvida razoável, de ocorrência da irregularidade.

RECURSO DOS RECORRENTES

10. Feitas estas considerações, passo a enfrentar as alegações trazidas pelos Recorrentes em seu

(i) Quanto ao argumento de que:

Da nulidade do termo de acusação: a CVM não observou o procedimento de Manifestação Prévia do Acusado previsto no Art. 11 da Deliberação CVM 538/08: O Art. 11 da Deliberação CVM 538/08 determina que "para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso". ...

A respeito, entendo que o assunto já foi enfrentado neste Voto, em item anterior, que trata da alegação de nulidade.

(ii) Quanto aos argumentos de que:

Nos casos de insider secundário, é necessário que se prove o acesso à informação privilegiada, o que não ocorreu no presente caso: O Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, em seu voto condutor do julgamento que culminou com a condenação dos Recorrentes, afirmou que, "no direito brasileiro, a configuração do ilícito de insider trading não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado" e que esse entendimento "tem prevalecido na jurisprudência da CVM" ... Ocorre que os precedentes citados pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez não foram corretamente analisados. Os votos citados não caminham no sentido de dispensar a identificação do informante em casos de insider secundário. ...

e de que:

Não existem indícios relacionados à suposta fonte da informação privilegiada: ... a CVM não logrou êxito em provar o acesso dos Recorrentes à informação privilegiada (a operação societária entre Bematech e Totvs). Assim, a acusação apontou alguns indícios que, em conjunto, sugeririam que os Requeridos tinham ciência da informação privilegiada antes da divulgação do fato relevante antes de sua divulgação por meio de fato relevante. ... o Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez condenou os Requeridos, afirmando que "a jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de insider trading podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde queda acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios". Os precedentes citados pelo próprio Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez dão conta da importância de que as evidências permitam a inferência de como a informação privilegiada chegou ao acusado. ...

e de que:

O presente caso tampouco configura insider accidental, uma vez que os Recorrentes não tiveram acesso à informação privilegiada: Outro elemento apontado pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, como forma de relativizar a necessidade de se provar o acesso do acusado à informação privilegiada, foi a equiparação do insider accidental ao insider secundário. ...

A respeito destes argumentos, inicialmente observo que os Recorrentes alegam que os precedentes trazidos pelo Diretor-Relator da CVM não foram corretamente utilizados e apontam incoerência em 1 (um) dos 5 (cinco) precedentes, no PAS CVM nº 24/2005, e trazem parte do Voto do citado PAS para demonstrar a necessidade da comprovação do acesso à informação pelos acusados. Os Recorrentes transcreveram os seguintes trechos do Voto do PAS CVM nº 24/2005:

83. Prevalece na doutrina(7) e nos precedentes da CVM(8) o entendimento de que os "insiders" se subdividem em primários (que exercem funções de administração na

Companhia e cujo conhecimento de informações relevantes é presumido de forma relativa) e os secundários ou de mercado (os "tippees", que recebem informações de terceiros e cujo conhecimento de informações relevantes precisa ser provado).

84. O acusado se enquadra nesta segunda categoria, portanto é necessária a prova de seu acesso à informação.

Entretanto, os Recorrentes deixaram de transcrever o próximo parágrafo do Voto supracitado (do PAS CVM nº 24/2005), que confirma a tese do Diretor-Relator (neste PAS), de que a comprovação pode ser efetuada por meio de indícios:

85. Não pretendo negar este entendimento. Mas, a meu ver, esta prova pode ser extraída das características da operação e da existência de um mecanismo que obscurece seu beneficiário final. Isto, por si só, prova que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os defendentes chegaram a tal informação.

Assim, entendo que não há fundamento na argumentação de utilização errada de precedentes pelo Diretor-Relator da CVM. Reitero que os fundamentos da Decisão da CVM, cujos termos incorporo a este Voto nos termos do § 1º do art. 50 da Lei nº 9.874/99, são sólidos e comprovam, além de qualquer dúvida razoável, a autoria e materialidade da irregularidade, e esclarece que a utilização de provas indiciárias é cabível ao caso, conforme transcrição a seguir do Voto do Diretor-Relator da CVM:

10. No direito brasileiro, a configuração do ilícito de *insider trading* não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado. Essa orientação, que tem prevalecido na jurisprudência da CVM³, é coerente com a opção do legislador de 2001, que proibiu o uso da informação privilegiada por "qualquer pessoa", incluindo quem tenha acesso fortuito a ela. Em outras palavras, nosso regime equipara o insider accidental ao insider secundário⁴.

11. Naturalmente, quando se apura o eventual uso de informação privilegiada por pessoa que não ocupa função, ou cargo, na companhia, nem tem uma relação de fides com essa que lhe confira acesso direto à informação privilegiada, a acusação precisa comprovar, de forma bastante convincente, que o suspeito estava de posse de informação privilegiada quando operou no mercado de valores mobiliários. Isso não quer dizer que não se possa construir uma acusação dessa natureza a partir de provas indiciárias, mas, sim, que não se aplicam em tais casos as regras da Instrução CVM nº 358/2002, que autorizam a presunção: (i) de que existia informação relevante, ou (ii) de que essa era do conhecimento do acusado.

12. Voltando ao caso concreto, noto que a Acusação traz um conjunto bastante robusto de indícios de que as operações realizadas pelos Acusados foram motivadas por informações privilegiadas acerca da operação. Nesse sentido, a Acusação demonstrou que:

- a. nenhum dos Acusados operou em bolsa nos quatro anos anteriores à realização dos negócios com BEMA3. Alexandre já havia realizado outras operações em bolsa nos anos de 2008, 2009 e 2010, mas, desde então, não havia mais negociado naquele mercado. Os demais Acusados nunca haviam operado em bolsa;
- b. todos os Acusados abriram suas contas nas corretoras poucos dias antes de realizarem as compras de BEMA3;
- c. todos os Acusados operaram valores atípicos, adquirindo ações da Bematech quando essas operavam em queda, e, justamente às vésperas da divulgação do Fato Relevante;
- d. os Acusados adquiriram o papel BEMA3 somente até a data da publicação do Fato Relevante;
- e. até a divulgação do Fato Relevante, os Acusados não adotaram uma estratégia diversificada de investimento, tendo comprado apenas ações BEMA3, um ativo com pouca liquidez. Nesse ponto, é significativo notar que Renato Pai optou por adquirir apenas ações da Bematech, mesmo após ser advertido por seu corretor acerca da baixa liquidez do papel;
- f. os Acusados investiram montantes bastante expressivos em ações BEMA3, correspondentes a percentuais relevantes dos seus patrimônios

financeiros declarados; e

g. os Acusados foram responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante.

13. Diante de todos esses fortes indícios, parece-me claro que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada.

Como pode ser observado, a equiparação de insider accidental ao insider secundário não tem o objetivo de "*relativizar a necessidade de provar o acesso do acusado à informação privilegiada*", como afirmado no Recurso Voluntário, mas de destacar que o uso de informação privilegiada, mesmo por acesso fortuito à informação, caracteriza atuação irregular.

Além dos argumentos supracitados, também trago trecho do Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN N° 18/2019 (documento SEI n° 1768628), que enfrenta a questão:

(II) elementos caracterizadores do *Insider Trading* secundário

16. O primeiro requisito buscado diz respeito ao fato de a informação utilizada ser relevante e não divulgada ao mercado. Na definição do que vem a ser ato ou fato relevante, o art. 2º da Instrução CVM n° 358/2002 considera relevante qualquer decisão de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios da Companhia que possa influir de modo ponderável (I)- na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (II) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; (III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

17. A reorganização societária das companhias Bematech e Totvs é inegavelmente relevante e tal rearranjo produziu efeitos significativos nos valores de negociação dos ativos. Enfim, a informação foi “capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”.

18. Plenamente demonstrado nos autos, também, que as negociações com os papéis da Bematech ocorreram antes da divulgação do Fato Relevante pelas companhias envolvidas, de maneira que a informação crucial não era conhecida pelo mercado.

19. O segundo requisito, “o acesso a esta informação deve ser privilegiado”, também restou configurado pela conjunção de elementos, tamanha a certeza demonstrada nos diálogos com o operador de mesa e o grau de precisão no timing da operação, com papel de baixa liquidez. Os recorrentes refutam que eles tiveram acesso à informação privilegiada, mas os indícios convergem para o sentido oposto, conforme as seguintes evidências destacadas no relatório da decisão: “7. As análises da SMI indicaram que Renato Pai é pai de Renato Filho e Alexandre. Os três acusados são residentes na cidade de Curitiba, mesmo local da sede da Bematech. Em suas investigações, a SMI apurou, ainda, que J.Z.F.B., filha de Renato Pai e irmã dos demais Acusados, é cunhada de W.E.G.B., que, à época dos fatos, era vice-presidente do conselho de administração da Bematech. Conforme resposta da Bematech ao Ofício n° 073/2015/CVM/GMA-1 (0110767), W.E.G.B. tomou conhecimento da informação objeto do Fato Relevante no dia 06.07.2015.”

20. Ainda que refutem ter tido acesso assimétrico às informações, os recorrentes estavam extremamente próximos aos acontecimentos, de forma cabia-lhes apresentar uma linha de defesa mais robusta para afastar as pesadas nuvens que pairam sobre a inidoneidade das operações.

21. O terceiro requisito invocado pelos Recorrentes, “a negociação dos valores mobiliários deve ser realizada tendo em vista o conhecimento da informação privilegiada”, está intimamente ligado ao requisito anterior. Atentando para o teor dos diálogos gravados com o operador; para as explicações dadas por eles à CVM (ouviu-se uma conversa em um cassino da Argentina); para a inexperiência dos recorrentes como investidores de mercado de capitais; e, principalmente, para a elevada quantidade de valores mobiliários da companhia transacionados por eles no curto período antecedente à

divulgação do fato relevante, chega-se à irrefutável conclusão de que os Recorrentes negociaram os ativos quando detinham a informação privilegiada. O fator temporal (timing das operações) é determinante neste requisito.

22. Por sua clareza, neste ponto, a decisão recorrida merece ser reproduzida:

8. A análise das gravações das ordens dadas por Renato Pai ao operador da sua corretora indicaria que o Acusado se encontraria semanalmente com um grupo de amigos, onde teria recebido informações que recomendariam o investimento em BEMA3. Nesse sentido, a SMI chama atenção para o fato de Renato Pai ter decidido adquirir apenas ações BEMA3 naquele momento, muito embora tenha sido alertado pelo operador que o ativo tinha pouca liquidez e recebido indicação de compra de outros papeis mais líquidos. A Acusação traz trechos das gravações das ordens de compra dadas por Renato Pai em 11 e 12.08.2015 (0110792), que reproduzo a seguir:

Ordem de 11.08.2015, às 14h27min37s

Operador Roberto: Foi uma compra ótima, a única coisa é que eles vão ter que desembolsar isto à vista, já na hora. Mas, mesmo assim, junto, ela puxou uma companhia que eu pessoalmente acho que é uma das melhores hoje, ITAUSA, tá, é uma empresa que a cada ano eles distribuem cerca de 10% sobre bonificação. É uma empresa que hoje, nestes patamares, deixa eu ver aqui pelo gráfico dela, 7,70, é tá bem barato essa empresa, as últimas vezes que ela chegou nestes patamares ela recuperou aí pros 9,20 pros 9,30. Mas se você estiver pensando assim numa compra aí para os próximos três meses.

Renato Ramos Ferreira: Sei. É, eu vou conversando com você, entende. Eu tenho reunião lá com os meus amigos só na quinta-feira. Sempre na quinta-feira que eu me encontro

com eles. Entende.

Operador Roberto: Maravilha.

Renato Ramos Ferreira: Então, amanhã eu ainda devo comprar mais alguma coisa, vou ver aí o que eu vou comprar. Por que como eu viajei na sexta eu não consegui falar com você, por que eu queria ter comprado já na sexta-feira. Mas eu não tava aqui em Curitiba, entende, daí no fim eu não consegui falar com você.

Operador Roberto: Certo

Ordem de 12.08.2015, às 12h56min47s

Renato Ramos Ferreira: E o volume aumentou hoje de negociação deles?

Operador Roberto: Deixa-me ver aqui para o Senhor. Está mais alto sim, já estamos em 3.4 bi, está com uma previsão para ele fechar em 8.4 bi, com a média que estava sendo em torno de 5 bi está bem acima sim.

Renato Ramos Ferreira: Pois é, surpreendente.

Operador Roberto: Sim, surpreendente.

Renato Ramos Ferreira: Tá bom, tudo bem, vamos de qualquer maneira ir acompanhando, como eu te disse amanhã eu vou me reunir com o meu pessoal, à noite, e aí sexta-feira nós voltamos a falar, ou quem sabe amanhã.

Operador Roberto: Tá bom, senhor Renato, o que mais você precisar.”

23. O quarto requisito, “a negociação deve ser efetuada com o objetivo de se obter vantagens para si ou para terceiros”, é igualmente desfavorável a eles. O objetivo de obter vantagem é inerente a toda e qualquer negociação acionária e este objetivo se torna ilegal quando orientado por informação privilegiada detida pelo investidor.

24. Munidos de informação relevante e não divulgada ao mercado, os recorrentes estavam em posição de superioridade para vislumbrar uma expectativa de melhora significativa do ambiente de negócio e de recuperação de desempenho da empresa. Ou seja, puderam posicionar-se antes dos demais investidores, na expectativa de colher, adiante, resultado superior aos demais interessados.

(iii) Quanto ao argumento de que:

Existem contraindícios suficientes para demonstrar que os Recorrentes não tiveram acesso à informação privilegiada: (a) O Recorrente Renato Pai tinha a intenção

de formar uma carteira de ações; (b) Dentre as companhias que o Recorrente Renato Pai vinha analisando, a Bematech atuava em segmento de negócios familiar à Complaser, sociedade da qual os Recorrentes são sócios; (c) A Bematech vinha sendo objeto de análise pelo recorrente Renato Pai há cerca de um ano; (d) Havia análises de mercado recomendando a aquisição de Ações BEMA3; (e) O Recorrente Renato Pai ouviu rumores de que as Ações BEMA3 valorizariam no curto prazo; (f) O valor investido pelos Recorrentes é ínfimo, se comparado a seus respectivos patrimônios.

A respeito, entendo que os citados contraindícios apresentados pelos Recorrentes não refutam a acusação. Para maior clareza comento os alegados contraindícios:

a) *Contraindício 1: O Recorrente Renato Pai tinha a intenção de formar uma carteira de ações*

A respeito, observo que o assunto já foi enfrentado no Voto do Diretor-Relator da CVM, que esclareceu:

20. A defesa argumenta que Renato Pai adquiriu outras ações no período. Todavia, entendo que as operações realizadas pelo acusado não configuram um contraindício que crie dúvidas acerca da prática do insider trading. Nesse sentido, ressalto, primeiramente, que os demais investimentos de Renato Pai foram realizados após as operações com ações da Bematech.

21. Reconheço que uma acusação de uso de informação privilegiada baseada em indícios perde força quando o acusado demonstra que as operações consideradas suspeitas eram consistentes com o seu padrão de negociação. Não obstante, parece-me claro que a força desse contraindício está diretamente correlacionada à similitude entre as operações suspeitas e as operações feitas anteriormente, bem como à recorrência do padrão de negociação. Nesse sentido, entendo que o fato de Renato Pai ter realizado outras operações no mercado de ações após a compra das ações da Bematech não pode ser considerado um contraindício apto a afastar a Acusação, que, como visto, encontra-se alicerçada em indícios múltiplos, fortes e convergentes.

Vale destacar que as operações apresentadas nos Documentos 11 a 17 do Recurso Voluntário, além de terem ocorrido após as compras irregulares, não evidenciam a intenção do Recorrente em possuir uma carteira de ações. Antes, evidenciam um conjunto de 7 operações de aplicações de curto prazo (entre 1 dia e 4 meses), ocorridas num período longo (entre 03/11/2015 e 08/01/2018), onde os ativos eram adquiridos a vista e vendidos em seguida, como evidenciado no quadro a seguir:

Documento	Data	Compra (R\$)	Venda (R\$)	Ativo	Quant.	Saldo (quant.)
Doc. 11	03/11/2015	51.751,46		Vale ON N1	+3000	3000
	05/11/2015	45.512,79		BRF SA ON NM	+800	3800
	06/11/2015	96.549,89		Vale ON N1	+6000	9800
	07/03/2016		205.185,39	Vale ON N1 BRF SA ON NM	-9000 -800	0
Doc. 12	29/03/2016	100.165,91		Vale ON N1	+6800	6800
	30/03/2016		105.581,75	Vale ON N1	-6800	0
Doc. 13	06/04/2016	48.555,83		GERDAU PN N1	+7500	7500
	06/04/2016		50.969,94	GERDAU PN N1	-7500	0
Doc. 14	13/04/2016	100.169,91		GERDAU PN N1	+11800	11800
	07/10/2016		112.422,92	GERDAU PN N1	-11800	0
Doc. 15	22/03/2017	100.544,23		GERDAU PN N1	+19157	19157
	31/08/2017		110.893,48	GERDAU PN N1	-19157	0
Doc. 16	27/09/2017	127.452,84		METALÚRGICA PN N1	+25000	25000
	04/10/2017		141.993,26	METALÚRGICA PN N1	-25000	0
Doc. 17	30/10/2017	140.417,75		CIA SIDERÚRG ON	+15900	15900
	08/01/2018		155.742,12	CIA SIDERÚRG ON	-15900	0

b) *Contraindício 2: Dentre as companhias que o Recorrente Renato Pai vinha analisando, a Bematech atuava em segmento de negócios familiar à Complaser, sociedade da qual os Recorrentes são sócios*

A respeito, entendo que o fato de o Sr. Renato Pai ter adquirido ações de empresa que atua em segmento de negócios familiar a outro negócio que o mesmo (Sr. Renato Pai) administra não é elemento que evidencie fundamentação para qualquer conclusão lógica. Ressalte-se o item anterior, onde se evidencia que não houve intenção de formar uma carteira de ações de longo prazo.

c) *Contraindício 3: A Bematech vinha sendo objeto de análise pelo recorrente Renato Pai há cerca de um ano*

Quanto a este argumento foi registrado que a BEMA3 vinha desvalorizando anteriormente ao investimento. Além disso, empresários experientes e de sucesso, como o caso dos Recorrentes, de forma lógica e racional, não entrariam no mercado de ações concentrados em apenas 1 (um) único papel. Isto contraria conceitos básicos de investimentos. Outro elemento a ser avaliado é de que as análises trazidas datam de meses antes do investimento, o que descaracteriza o argumento do Recorrente, pois seria esperado uma recomendação baseada em estudos sólidos e com dados recentes. Além disso, o Recorrente não trouxe os estudos que fundamentam a decisão de investimento, pois a mera recomendação de jornais ou publicações, mesmo que especializadas, não podem ser fundamento para uma decisão de compra em alto valor, numa data específica e objeto de recomendação a filhos e pessoas ligadas. Aliás, o Voto do Diretor-Relator da CVM esclarece, em seu item 8, que o Recorrente foi "*alertado pelo operador que o ativo tinha pouca liquidez e recebido indicação de compra de outros papeis mais líquidos*". Vale lembrar, também, que o argumento (contraindício 3) contraria a informação prestada ao corretor de que as decisões de investimentos derivam de encontros com amigos às quintas-feiras.

d) *Contraindício 4: Havia análises de mercado recomendando a aquisição de Ações BEMA3*

O Recorrente cita 3 comprovantes de análise de investimentos:

- em 18.02.2015, houve publicação da análise de Felipe Silveira (CNPI e Daniel Liberada), na qual se enfatizou a recomendação de compra de Ações BEMA3 (Doc. 18);
- em 12.05.2015, houve publicação da - análise da Gradual Investimentos, recomendando a aquisição de Ações BEMA3 ao preço alvo de R\$ 13,90 (Doc. 19); e
- em 08.06.2015, houve nova publicação da análise da Gradual Investimentos, estimando valorização de 54% no valor das Ações BEMA3 (Doc. 20).

Inicialmente, observo que as citadas "análises" estão disponíveis na Internet:

- <https://www.acionista.com.br/coinvalores/180215-analista-responde-bematech.htm> (acesso de 13/02/2019);
- <http://www.amanha.com.br/posts/view/411> (acesso de 13/02/2019);
- <https://noticias.bol.uol.com.br/ultimas-noticias/economia/2015/06/08/gradual-recomenda-10-acoes-e-espera-alta-de-mais-de-100-para-uma-delas.htm> (acesso de 13/02/2019);

Como podemos observar, os citados estudos se baseiam em notícias públicas divulgadas de 2 a 6 meses antes da decisão de investimentos, o que evidencia que não houve um esforço profissional, robusto e tempestivo na avaliação dos ativos.

e) *Contraindício 5: O Recorrente Renato Pai ouviu rumores de que as Ações BEMA3 valorizariam no curto prazo*

A respeito, entendo que o assunto já foi enfrentado adequadamente no Voto do Diretor-Relator da CVM, no Parecer PGFN e nos itens anteriores deste Voto.

f) *Contraindício 6: O valor investido pelos Recorrentes é ínfimo, se comparado a seus respectivos patrimônios.*

A respeito, observo, inicialmente, que este argumento é contraditório com os contraindícios 1, 2 e 3, pois os valores das negociações posteriores são bem inferiores aos valores das negociações irregulares.

Além disso, observo que as aplicações foram efetuadas "a vista". Assim, tratam-se de disponibilidades líquidas que foram aplicadas em curtíssimo prazo, que não devem ser confundidas com o patrimônio dos Recorrentes.

Também vale observar que a afirmação dos Recorrentes implica em considerar que as penalidades aplicadas têm valor ínfimo para os Recorrentes, não possuindo caráter educativo. Portanto, este contraindício tem serventia apenas para aumento da penalidade, se esta possibilidade fosse concreta.

(iv) Quanto ao argumento de que:

A Teoria do Mosaico: os Recorrentes adquiriram Ações BEMA3 após analisarem um conjunto de elementos sobre a Bematech que permitissem tomar a decisão de investimento: Os elementos acima elencados não configuram, isoladamente, informação privilegiada, mas, em conjunto, tornaram-se relevantes para que os Recorrentes tomassem sua decisão de investimento. Trata-se, portanto, de exemplo da Teoria do Mosaico, reconhecida pela CVM, conforme voto condutor proferido pelo Diretor Relator no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5039, ocorrido em 26.09.2017

A respeito, entendo que os alegados contraindícios não trazem elementos que fragilizem a acusação. Assim, sua análise, seja individual, seja em conjunto, não auxilia os Recorrentes.

(v) Quanto ao argumento de que:

Pleito subsidiário: redução do valor da penalidade aplicada aos Recorrentes: O Art. 11 da Lei 6385/76 prevê que a dosimetria da multa deve levar em consideração os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade. No presente caso, contudo, esses princípios não foram observados. Utilizando-se o critério estabelecido pelo Art. 11, §1º, II, da Lei 6385/76, o valor máximo da multa seria o equivalente a três vezes o montante da vantagem econômica auferida. No presente caso, por todas as circunstâncias reconhecidas na própria r. decisão da CVM, os Recorrentes mereceriam a pena mínima. Por que, então, aplicar penalidade de multa equivalente a duas vezes o valor da vantagem obtida? Seria o caso, no limite, de uma vez o montante da vantagem auferida. E o caso do Recorrente Alexandre é ainda pior. O Termo de Acusação apresentou valor equivocado do benefício auferido pelo Recorrente Alexandre na operação com as Ações BEMA3. Como poderia o Recorrente Alexandre ter investido R\$ 154.772,00, alcançando lucro de R\$ 139.261,20 (cerca de 89,98%)? Na verdade, o Recorrente Alexandre adquiriu R\$ 155.678,37 em Ações BEMA3, tendo recebido, entre venda e bônus, R\$ 225.539,25. ...

A respeito, como já comentado, a dosimetria da pena aplicada é educativa, em níveis adequados, não podendo ser alegado que os valores são confiscatórios ou desproporcionais à capacidade econômica dos Recorrentes ou ao valor das operações, cabendo análise quanto aos argumentos do Sr. Alexandre Zattar Ferreira.

DOSIMETRIA

11. Relativamente à dosimetria, reitero que a pena foi aplicada em níveis adequados e não confiscatórios, compatíveis com outras situações similares. Além disso, considero que a aplicação de multa em valor inferior a duas vezes os ganhos não seria educativa.

12. Apesar de concordar com as linhas gerais da dosimetria, entendo necessário analisar o recurso do Sr. Alexandre, que alega erro da Autarquia no cálculo dos ganhos obtidos na operação irregular.

13. Para análise da situação observe, inicialmente, que o Termo de Acusação, no item 44 apresenta o seguinte esclarecimento sobre a troca das ações da Bematech por ações da Totvs:

Ganhos dos investigados em razão do uso da informação

44. Cabe informar que os investidores não se desfizeram totalmente do papel após a divulgação do fato relevante, tendo alienado apenas parte do que foi adquirido e o restante mantido em suas carteiras. Nesse sentido, cabe destacar que, conforme disposto no fato relevante, a reorganização societária entre BEMATECH e TOTVS envolveu a distribuição do valor de R\$9,35 para cada ação BEMA3 detida, seguida da troca dessas ações por ações da TOTVS na relação de 0,043421048 ação ordinária de emissão da TOTVS (código de negociação TOTS3) para cada ação BEMA3 detida. Assim estabeleceu o fato relevante:

TOTVS S.A. (BM&FBOVESPA: TOTS3) (“TOTVS”) e BEMATECH S.A. (BM&FBOVESPA: BEMA3) (“Bematech”) vem, em conjunto, informar que, nesta data, foi celebrado entre os administradores da TOTVS, da MAKIRA II EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. (“Makira II”) e da Bematech (Makira II, em conjunto com TOTVS e Bematech, as “Companhias”), Protocolo e Justificação (“Protocolo e Justificação”) tendo por objeto a reorganização societária a seguir descrita (“Reorganização”) e que resultará (a) na titularidade, por TOTVS, da totalidade das ações de emissão de Bematech; e (b) assumindo que o capital total de Bematech esteja representado, na data da consumação da Reorganização, por 49.990.870 ações ordinárias, extesouraria, no recebimento, pelos acionistas de Bematech, para cada ação de emissão de Bematech de que sejam proprietários na data em que se consumir a Reorganização, (i) de 0,043421048 ação ordinária de emissão de TOTVS e (ii) de R\$9,35, ex-dividendos declarados nesta data pela Bematech. A composição do valor a ser atribuído por ação ordinária da Bematech, que resultará da soma dos valores indicados nos itens (i) e (ii), considerou um valor por ação da Bematech de R\$11,00, depois da distribuição dos dividendos mencionados acima, e um valor por ação da TOTVS de R\$38,00.

14. Relativamente ao Sr. Alexandre, podemos verificar que efetuou as seguintes operações:

(i) adquiriu 22.200 BEMA3 nos dias 13/08/2015 (4.400) e 14/08/2015 (17.800), desconsiderando as operações fracionadas, não levadas em consideração no cálculo da CVM. O valor das compras perfaz um total de R\$154.772,00;

(ii) Vendeu 15.000 ações BEMA3, antes da troca de ações, nos dias 07/10/2015 e 23/10/2015, por um valor total de R\$158.000,00, restando um lote residual de 7.200 ações BEMA3, que permaneceram com o Recorrente.

15. O cálculo efetuado pela CVM para apurar o valor auferido com estas 7.200 ações residuais foi o seguinte:

(i) incluiu montante convertido do pagamento de R\$9,35 por ação da BEMA3, perfazendo um total de R\$ 67.320,00 (7.200 x R\$9,35);

(ii) incluiu um valor de ganho potencial pelo valor de 7.200 ações BEMA3 na cotação de 17/08/2015 (dia útil seguinte ao fato relevante), igual a R\$ 9,5435/ação, perfazendo um total de R\$ 68.713,20 (7.200 x 9,5435).

16. Assim, o Sr. Alexandre teria pago R\$154.772,00 pelo lote de 22.200 ações BEMA3 e teria auferido R\$ 294.033,20 (158.000 + 67320 + 68713,20), incluídos os recebimentos pelas vendas e os valores potenciais. Dessa forma, teria tido um ganho com a operação de R\$ 139.261,20 (R\$294.033,20 - R\$154.772,00).

17. Em meu entendimento, o cálculo efetuado relativo ao lote residual de 7.200 ações BEMA3 está incorreto, pois mistura valores de cotação de 17/08/2015 com valores recebidos na troca de ações. Assim, entendo que o cálculo correto do lote de 7.200 ações deveria ser feito da seguinte forma, considerando os fatores da troca de ações:

(i) Considerar que houve um recebimento de R\$9,35 por ação BEMA3 detida em 27/10/2015, ou seja um recebimento de R\$ 67.320,00;

(ii) Considerar o recebimento de 0,043421048 ações TOTS3 por cada ação BEMA3 detida em

27/10/2015, ou seja, as 7.200 ações BEMA3 seriam convertidas em 312 ações TOTS3;

(iii) Calcular o valor destas 312 ações TOTS3 pela cotação da ação último dia de dezembro de 2015, pois o Termo de Acusação informa que o Sr. Alexandre não se desfez do papel até dezembro de 2015 (item 50 do Termo de Acusação). Considerando que a cotação da TOTS3 em 30/12/2015 era de R\$ 31,03, o valor total das ações seria, então, de R\$ 9.681,36;

(iv) Assim, o valor auferido com as 7.200 ações BEMA 3, considerando valores recebidos e valores potenciais, seria de 77.001,36 (R\$ 67.320,00 + R\$ 9.681,36).

18. Dessa forma, o ganho do Sr. Alexandre com as 22.200 ações seria de R\$ 80.229,36, considerando a seguinte fórmula:

$$\text{R\$ } 80.229,36 = (\text{R\$ } 158.000,00 + \text{R\$ } 77.001,36) - \text{R\$ } 154.772,00;$$

sendo:

(i) R\$ 158.000,00 - valor das vendas efetuadas (de 15.000 ações BEMA3) pelo Sr. Alexandre antes de 27/10/2015;

(ii) R\$ 77.001,36 - valor potencial auferido com as 7.200 ações mantidas de BEMA3, convertidas em TOTS3, considerando o pagamento de R\$9,35 por ação BEMA3 e a troca;

(iii) R\$ 154.772,00 - valor total pago pelo Recorrente na aquisição de 22.200 ações BEMA3

19. Feitas estas considerações, a MULTA a ser aplicada ao Sr. Alexandre, deve ter o valor total de duas vezes os ganhos auferidos, ou seja, MULTA de R\$ 160.458,72 (R\$80.229,36 x 2).

20. Relativamente aos demais Recorrentes, entendo que as MULTAS aplicadas não merecem reparos.

CONCLUSÃO

21. Diante do exposto, voto por:

1. com relação ao recorrente RENATO RAMOS FERREIRA, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de MULTA no valor de R\$ 554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil, duzentos e cinquenta e quatro reais);
2. com relação ao recorrente RENATO RAMOS FERREIRA FILHO, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de MULTA no valor de R\$ 459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil, oitocentos e sessenta reais);
3. com relação ao recorrente ALEXANDRE ZATTAR FERREIRA, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., **dar parcial provimento**, reduzindo a penalidade de MULTA no valor de R\$ 278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos) para MULTA no valor de R\$ 160.458,72 (cento e sessenta mil, quatrocentos e cinquenta e oito reais e setenta e dois centavos);

É o voto.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 23/04/2019, às 14:32, 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 1774433 e o código CRC 05AA6958.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100321/2018-76

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ-2016-5039

Relator: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ALEXANDRE HENRIQUE GRAZIANO

Acompanho em meu voto a divergência aberta pelo Conselheiro Álvaro. Entendo que os indícios de irregularidade neste caso são fortes, apesar dos contra indícios trazidos pela defesa.

De fato, a irregularidade de “insider trading” pode ser comprovada por meio de prova indiciária. Entretanto, quando se trata de processo envolvendo “insider” secundário, como no caso dos autos, entendo que é preciso comprovar um mínimo vínculo entre aquele ao qual se imputa a prática irregular e a fonte da informação privilegiada. Este vínculo pode ser familiar, pessoal ou profissional, como nas hipóteses típicas de “insider” secundário. No caso dos presentes autos, entretanto, entendo que a acusação não se desincumbiu da tarefa de provar esse vínculo (mesmo que por meio de indícios).

Ainda a esse respeito, entendo caber crítica à CVM por duas razões, embora reconheça a dificuldade de se promover uma investigação robusta em casos de “insider trading”. A primeira se refere à forma como foram interrogados os acusados, de maneira não compatível com a formalidade esperada na prática de tais atos. A segunda crítica se refere ao excesso de confiança nos indícios. Ainda que nesse caso eles sejam fortes, não houve apuração quanto à fonte da informação, o que seria fundamental para um caso dessa magnitude.

Por tais razões, acompanho o Conselheiro Álvaro.

Alexandre Henrique Graziano - Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Henrique Graziano, Conselheiro(a)**, em 03/06/2019, às 21:36, 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 **2502582** e o código CRC **E11EFB17**.
