

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 26/2010

Reg. Col. 8672/2013

**Acusados:** Astério Vaz Safatle  
Didier Maurice Klotz  
Diego Soares de Arruda  
Antonio Grisi Neto  
José de Jesus Afonso  
Carlos Augusto Curiati Bueno  
Marcelo Macedo Távora de Castro

**Assunto:** Apurar eventual utilização de informações privilegiadas em negócios realizados com ações de emissão da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A.

**Diretor Relator:** Gustavo Borba

### Voto

#### I OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Acusação”) para apurar eventual utilização de informações privilegiadas, em negociações com ações da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A. (“Agra” ou “Companhia”), antes da divulgação dos fatos relevantes de 22/06/2008 e de 05/10/2008.

#### II VISÃO PANORÂMICA DO CASO

2. Em meados de **abril de 2008**, teriam sido iniciadas negociações entre os presidentes da Agra e da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos Imobiliários (“Cyrela”) com a finalidade de avaliar possível incorporação da primeira pela segunda.

3. Em **22/06/2008**, as duas companhias firmaram um Memorando de Entendimentos (MOU) com o propósito de regular os termos gerais em que se daria a operação societária. No mesmo dia, divulgou-se fato relevante informando o mercado.

4. Verificou-se, no pregão seguinte (23/06/2008), significativo aumento do volume de negociação e uma alta de 38% na cotação da ação ordinária de emissão da Agra (AGIN3)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Considerando o valor médio de AGIN3 no pregão imediatamente anterior à divulgação do fato relevante (R\$6,2582) e no pregão do dia 23/06/2008 (R\$8,6262).

5. Contudo, em **05/10/2008**, aproximadamente 3 (três) meses depois do primeiro fato relevante, foi divulgado novo fato relevante comunicando o desfazimento do acordo com a consequente celebração de um Termo de Rescisão do Memorando.

6. Tal notícia teve grande impacto negativo, de tal forma que no pregão seguinte a ação AGIN3 sofreu queda superior a 79%<sup>2</sup>.

7. As áreas técnicas da CVM teriam identificado negociações supostamente atípicas com o ativo e com derivativos relacionados à AGRA, gerando suspeitas quanto à realização de negócios com ciência de informação não divulgada ao mercado, tanto por administradores (*insiders* primários) quanto por terceiros não diretamente ligados à Companhia (*insiders* secundários), durante o período que antecedeu a divulgação de tais fatos relevantes<sup>3</sup>.

8. Para melhor organização do voto, cada um dos eventos será tratado separadamente, precedido de capítulo inicial com análise mais genérica da matéria.

9. Antes de ingressar no mérito, contudo, entendo ser conveniente, para facilitar a estruturação do voto, tecer breves considerações sobre o contexto em que tais operações foram realizadas, especialmente as alienações que antecederam a divulgação do 2º fato relevante, em 05/10/2008.

10. Ressalto esse ponto porque as bolsas do mundo em geral, e a brasileira não foi exceção, sofreram de forma veemente, durante os meses de setembro e outubro de 2008, os efeitos da crise financeira mundial que se iniciou nos Estados Unidos e intensificou-se a partir de 15/09/2008, data em que o banco de investimentos Lehman Brothers formulou pedido de autofalência (a maior da história dos Estados Unidos).

11. A partir desse momento, a volatilidade da bolsa de valores brasileira atingiu níveis inéditos, certamente influenciando as decisões negociais dos investidores em geral.

12. A tabela a seguir ilustra esse grau de volatilidade:

<b>Data</b>	<b>Variação do IBOVESPA no fechamento</b>	<b>Observação</b>
15/09/2008	-7,59%	Falência do Lehman Brothers
17/09/2008	-6,74%	-
18/09/2008	+5,48%	-

<sup>2</sup> Considerando o valor médio de AGIN3 no pregão imediatamente anterior à divulgação do fato relevante (R\$6,0592) e no pregão do dia 06/10/2008 (R\$1,2138).

<sup>3</sup> Ressalve-se que José de Jesus Afonso celebrou, em 01/07/2015, termo de compromisso com a CVM, razão pela qual as acusações contra ele já estão superadas e não serão analisadas no presente voto

<b>Data</b>	<b>Varição do IBOVESPA no fechamento</b>	<b>Observação</b>
19/09/2008	+9,57%	-
29/09/2008	-9,36%	<i>Circuit breaker</i> acionado em -10%, mínima do dia -13,75%.
06/10/2008	-5,43%	<i>Circuit breaker</i> acionado em -10% e -15%.
10/10/2008	-3,97%	<i>Circuit breaker</i> acionado em -10%.
13/10/2008	+14,66%	-
27/10/2008	-6,5%	O índice Bovespa atinge a menor pontuação desde 28/10/2005, 29.435 pontos.

### III MÉRITO

#### III.1 ASPECTOS GERAIS SOBRE O INSIDER TRADING

13. Conforme precedentes da CVM, o *insider trading* demanda a confluência dos seguintes elementos: (i) existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) acesso privilegiado a tal informação; (iii) sua utilização para fins de negociação de valores mobiliários; e (iv) o objetivo de auferir vantagem para si ou para terceiros<sup>4</sup>.

14. As provas de tal infração são, geralmente, de natureza indiciária, mas, para que sejam aptas a fundamentar uma condenação, devem formar um conjunto de indícios que sejam múltiplos, convergentes e consistentes<sup>5</sup>.

15. No entanto, em relação aos *insiders* primários (art. 13, caput, da ICVM 358/02), há presunção relativa (*iuris tantum*) de que eles, por conta de seus cargos na administração da Companhia ou de sua posição de controle, sabem das informações relevantes da companhia que ainda não estão disponíveis para o mercado em geral e, em caso de negociação antes da divulgação do fato relevante, presume-se também o objetivo de obter benefício indevido com base na informação privilegiada.

16. Assim, nesse sistema sancionador administrativo em que se admite indícios, contraindícios e presunções previstas na regulação, o Julgador deve ponderar todos esses elementos, bem como o princípio da presunção de inocência, para chegar a uma decisão devidamente embasada, seja para condenar o acusado quando houver uma preponderância de

<sup>4</sup> PAS RJ2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu, julgado em 13/09/2016.

<sup>5</sup> PAS RJ2011/3823, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 09/12/2015; PAS RJ2013/2714, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 07/10/2014; PAS CVM nº 24/05, Diretor-Relator Sergio Weguelin, julgado em 07/10/2008; PAS CVM nº 15/04, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 07/07/2009; PAS CVM nº 13/09, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 13/12/2011.

evidências que demonstrem a ocorrência da infração, seja para absolvê-lo quando os indícios sejam inconsistentes ou os contraindícios gerem uma grau de incerteza que seja incompatível com a condenação.

17. Nesse sentido, os votos dos ex-diretores da CVM Norma Parente e Marcelo Trindade são lapidares:

“Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contraindícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência. (...)”

É sempre válido lembrar que a dúvida milita em favor dos acusados. Muito menos do que um privilégio dos indiciados, o que este princípio representa na verdade é uma garantia de idoneidade do próprio julgamento: ao se absolver um indiciado por falta de provas, resta a certeza de que aqueles que vierem a ser condenados de fato deveriam sê-lo, pois foram submetidos a um julgamento justo”<sup>6</sup>.

.....  
“Quanto aos investidores que atuaram comprando e vendendo ações da CFR, tenho muitíssimas dúvidas, mas sou obrigado pela lei a dormir para sempre com elas, tendo em vista minha ignorância quanto ao destino final desses papéis. A investigação realizada pela Comissão de Inquérito não logrou êxito em demonstrar o conluio entre essas pessoas e, portanto, a meu juízo, não há elementos para condenar os investidores estrangeiros e seus representantes. Faço isto, insisto, em homenagem ao princípio do *in dubio pro réu*”<sup>7</sup>.

18. Anote-se, ainda, que os precedentes da CVM têm entendido, de forma geral, que a análise da infração de *insider trading* deve considerar, em especial, as seguintes circunstâncias: i) o histórico de operações do acusado; ii) o *timing* das operações; iii) o montante investido, especialmente diante do capital que o acusado tem disponível; iv) os fundamentos da operação; e v) as redes de relacionamento que poderiam levar a informação privilegiada ao acusado.

---

<sup>6</sup> Diretora Relatora Norma Parente no âmbito do PAS CVM nº 06/1995, julgado em 05/05/2005.

<sup>7</sup> Voto do Diretor Relator Marcelo Trindade, proferido no julgamento do PAS CVM 35/2000, de 14/05/2005.

### III.2 ARGUMENTOS COMUNS DAS DEFESAS

19. Quanto às alegações que se repetem em mais de uma defesa, passo a analisá-las em conjunto no presente capítulo.

20. Alguns acusados alegam, com base em precedentes<sup>8</sup>, que não haveria como se falar, no caso, em informação privilegiada, pois já correriam no mercado boatos de que a Cyrela tinha interesse em incorporar a Agra, especialmente em virtude da participação de 20% que aquela detinha nesta, bem como em razão de já ter ocorrido negociações do gênero no passado.

21. Esse argumento, contudo, não procede, uma vez que não há qualquer evidência nos autos de que esse boato seria robusto o suficiente para que a operação fosse considerada razoavelmente certa e irreversível, e muito menos que existissem elementos que indicassem o momento e as condições em que ela seria realizada. Ademais, como mencionam os próprios acusados, já haveria rumores a respeito dessa incorporação desde 2006, sem que ela então tivesse ocorrido, o que enfraquece ainda mais esse argumento de defesa.

22. Desta forma, não há como se concluir que a informação sobre a incorporação já estivesse substancialmente dissipada no mercado antes de 22/06/2008, e muito menos que os detalhes da operação fossem conhecidos pela maior parte dos investidores, o que impede que se considere que a informação em tela já seria pública.

23. Alegam também os Acusados, em sentido inverso ao argumento anterior, que “somente” os presidentes das duas companhias envolvidas teriam conhecimento das tratativas, uma vez que as negociações estariam ocorrendo de forma privada e sigilosa entre eles. Acrescentam, em seguida, que a manifestação do DRI indicando quais administradores teriam participado de reuniões prévias seria genérica e imprecisa.

24. Sobre esse ponto, cumpre registrar, inicialmente, a pouca verossimilhança da alegação de que os Presidentes da Agra e da Cyrela tenham negociado, mesmo que em termos gerais, um complexo acordo de incorporação (que até mesmo já indicava relação de troca preliminar!) sem a colaboração de qualquer profissional ou dos demais diretores.

25. Observe-se que, sobre o primeiro fato relevante, afigura-se incontroverso que desde “meados de abril” de 2008 (fls. 29) já existiam discussões sobre a operação de incorporação, remanescendo apenas em aberto a questão relacionada a quais acusados teriam ciência dessas negociações. Essa análise é dificultada em virtude da ausência de apresentação das atas de reunião da diretoria e do CA, mas essa lacuna probatória não é insuperável, uma vez que o

---

<sup>8</sup> PAS CVM nº 06/2003, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 14/09/2005; PAS CVM nº 11/2008, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012; PAS CVM RJ2010/1666, Diretora Relatora Luciana Dias.

caso deve ser analisado considerando os demais indícios indicados pela acusação e as presunções que incidem contra os administradores acusados, nos termos da ICVM 358/02<sup>9</sup>.

26. Quanto ao segundo fato relevante, como já havia sido divulgado o MOU, e permanecia, naturalmente, a intenção de realizar a incorporação, os administradores acusados estavam submetidos, com fulcro, no art. 13, § 3, I, da ICVM 358/02, ao período vedado de negociação com ações da AGRA, o que também influenciará a análise do caso em relação aos administradores acusados, como será aprofundado mais adiante.

27. Esclareça-se que, quanto a essas presunções (de ciência da informação relevante e de sua utilização indevida) que incidem em desfavor dos *insiders* primários, a matéria será desenvolvida nos subcapítulos III.4.a) e III.5.a), de forma que, no presente momento, apenas se fará duas considerações de caráter genérico sobre o tema, para fins de facilitação da posterior análise da conduta dos acusados que são administradores.

28. Nessa análise inicial e panorâmica, esclareço o meu entendimento, de que as presunções decorrentes da ICVM 358/02 são todas relativas (*iuris tantum*), de modo que o administrador acusado sempre poderá apresentar subsídios, ainda que de natureza indiciária, com a finalidade de desconstituir as presunções que contra ele incidem.

29. Desta forma, em dissintonia com alguns precedentes da CVM (PAS CVM nº RJ2010/1666 e PAS SP2005/0155<sup>10</sup>), entendo que mesmo a presunção de ciência do Fato

---

<sup>9</sup> Sobre essas presunções, cito o voto do Diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM nº 2011/3823, julgado em 09/12/2015: “26. *Com efeito, nos casos contemplados no art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário.* 27. *Significa dizer que, nas situações abrangidas pelo aludido art. 13, a CVM se desincumbe do ônus de provar a ocorrência do insider trading, mas o faz mediante prova indireta, com base em indício que, de acordo a experiência comum, é suficiente para estabelecer a prática da infração. Diante disso, compete ao investigado, ou acusado, indicar provas que contestem o indício (e.g., que ele não era administrador da companhia à época dos fatos) ou a própria presunção levada a cabo pela CVM (e.g, não obstante ser administrador, ele não teve acesso à informação privilegiada, ou então negociou premido por necessidades pessoais e urgentes, sem o intuito de obter vantagem)”. (g.n.)*

<sup>10</sup> “A segunda presunção estabelecida pela Instrução CVM n.º 358, de 2002, é a de que certas pessoas detêm tal informação privilegiada. Assim, é reiterado o entendimento desta casa de que em relação aos controladores e administradores da companhia **vigora uma presunção absoluta de que sabem da informação** e, em relação ao demais integrantes da empresa, há uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa” Diretora Relatora Luciana Dias, PAS CVM nº RJ2010/1666, julgado em 03/04/2012. (g.n.)

“De acordo com a sistemática da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, podemos classificar os casos de negociação com base em informação privilegiada em quatro grandes grupos:

i. no primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais **vigora uma vedação absoluta**, ou seja, eles não podem negociar com ações da empresa enquanto o fato relevante não for divulgado ao público;

Relevante que incide em desfavor dos *insiders* primários teria natureza relativa, de modo que eles sempre poderiam comprovar que, apesar de suas funções estatutárias, não tinham ciência da informação relevante.

30. Reconheço que essa prova negativa pode ser muito difícil, mas não impossível. Em situação extrema, que embora pouco provável pode ser útil a título de exemplo, cabe levantar o caso hipotético em que o administrador acusado venha a comprovar que mandou emails para outros administradores indagando sobre a existência de Fato Relevante, tendo recebido, em resposta, evasivas ou informações inverídicas sobre o tema. Nessa situação, caso se considerasse que a presunção de ciência seria absoluta, mesmo assim o administrador deveria ser condenado por atuar como *insider*, o que seria teratológico.

31. Desta forma, e indo para situações mais ordinárias, entendo que os administradores podem apresentar indícios fortes, consistentes e convergentes que sejam aptos a desconstituir a presunção de ciência sobre um fato relevante que realmente existia e transitava em outros setores da companhia.

32. Outra observação genérica que desde já gostaria de registrar diz respeito à necessidade de se atribuir uma força maior às presunções que incidem contra os administradores mais diretamente relacionados ao tema do fato relevante ou que estejam em posição superior que imponha um natural dever de monitoramento.

33. No caso, dois dos acusados são administradores, sendo que um deles exercia diretoria técnica, enquanto o outro era Presidente do Conselho de Administração da Agra. O presumível desnível de acesso às informações sobre a incorporação pelos titulares desses cargos justifica que a presunção contra o cargo mais elevado e vinculado à matéria (Presidente do CA) seja mais robusta do que aquela que incide sobre o diretor técnico, o que também deve ser considerado na análise dos indícios e contraindícios relacionados ao caso, como será aprofundado nos subcapítulos III.4.a) e III.5.a).

34. Feitas essas observações de ordem geral, passaremos a analisar detalhadamente as práticas imputadas a cada um dos acusados, que serão agrupadas de acordo com os fatos relevantes a que estão relacionados. Antes, porém, apreciaremos as alegações de nulidade em virtude do suposto descumprimento das regras da Del. CVM 538/08.

---

ii. no segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa;

iii. no terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar;

iv. no quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção” Declaração de Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do PAS SP 2005/0155, realizada no dia 21 de agosto de 2007. (g.n.)

### **III.3 ALEGAÇÕES COMUNS DE NULIDADE**

35. Não procedem as alegações genéricas de descumprimento do disposto da Deliberação CVM nº 538/08, posto que está comprovado nos autos que todos os acusados puderam se manifestar previamente à formulação da acusação, nos termos do art. 11 da referida deliberação.

36. As afirmações de que as Acusações seriam baseadas somente em “*ilações e suposições*” também não se sustentam, uma vez que são trazidos pela SPS vários elementos, frutos de extensa investigação, que, somados, poderiam eventualmente levar à condenação.

### **III.4 DAS ACUSAÇÕES RELACIONADAS AO 1º FATO RELEVANTE - 22/06/2008**

37. Como narrado, por meio do 1º fato relevante (22/06/2008), divulgou-se a celebração do memorando de entendimento entre as duas companhias, o que criou expectativa positiva no mercado, gerando alta de 38% na cotação da ação da Agra no pregão seguinte ao dia de sua divulgação.

38. Antes desse evento, teriam sido realizadas aquisições suspeitas de ações da Agra por parte dos seguintes acusados: Astério Vaz Safatle (“Astério”), Diego Soares de Arruda (“Diego”) e Antonio Grisi Neto (“Antonio”).

#### **III.4.a) DA ACUSAÇÃO CONTRA ASTÉRIO**

39. Astério era, à época, acionista da Agra e seu diretor de Engenharia. Já possuía, em carteira, 288.641 ações AGIN3<sup>11</sup>, tendo adquirido mais 12.000 ações (R\$94.800,00) em 03/06/2008, 19 dias antes da divulgação do referido fato relevante.

40. Para a acusação, uma vez que as tratativas para a incorporação teriam se iniciado em “meados de abril”, como informado pelo DRI e, posteriormente, pelo presidente da Companhia, essa compra de ações teria violado a regra do art. 13, *caput* e §3º, I, da ICVM nº 358/02<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Anote-se que, de acordo com a defesa, Astério possuía, à época, 288.641 ações. Segundo o relatório de inquérito, o Acusado possuiria 556.000 ações. Tal divergência não afeta a análise do caso, uma vez que, a se considerar o número de ações indicado pela Acusação, a posição comprada por Astério teria peso proporcional ainda mais reduzido, o que corroboraria a tese do defendente de que o montante investido foi pequeno frente ao volume de ações que já possuía em carteira.

<sup>12</sup> 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. (...)  
§3º A vedação do *caput* também prevalecerá:

41. É incontroverso que Astério era administrador da Agra e, segundo informação repassada pelo DRI da Companhia, ainda nos primeiros esclarecimentos fornecidos à área técnica, teria participado de reuniões que antecederam a assinatura do MOU (fls. 29), embora não exista indicação específica de quais reuniões ele teria participado. Também é incontroverso que Astério adquiriu 1.200 ações da Agra após o início das tratativas entre Agra e Cyrela.

42. Como Astério era administrador da Agra, incide contra ele a presunção de conhecimento das informações relevantes, por força do art. 13, *caput*, da ICVM 358/02.

43. Astério alega, em sua defesa, que: a) exercia atribuições estritamente operacionais na Agra, uma vez que era o diretor responsável pelo acompanhamento das obras, de forma que não participou das discussões sobre a incorporação, que envolvia questão distante de suas atribuições técnicas; b) apenas teria tomado conhecimento das tratativas na semana anterior à divulgação do fato relevante; c) a aquisição de 12.000 ações seria “insignificante” (4%) quando comparada com a carteira de ações da Agra que possuía na época; d) não teria vendido ações da Agra mesmo após várias operações societárias que reduziram substancialmente a cotação das ações; e e) fez essa aquisição apenas para aumentar sua participação em sociedade na qual trabalhava.

44. Como já exposto, as presunções de ciência do fato relevante e de negociação com intuito de obter benefício indevido não são absolutas, de modo que elas podem ser desconstituídas em virtude de outras circunstâncias (contraindícios) que venham a ser apresentados pelo acusado (voltaremos a esse tema com maior profundidade no subcapítulo III.5.a).

45. Astério era um diretor técnico (Diretor de Engenharia), de forma que a presunção de que ele teria acesso às informações privilegiadas sobre a incorporação da companhia possui menos força do que aquela que existe em relação aos diretores em posições mais estratégicas e relacionadas ao tema do fato relevante.

46. Anote-se, para evitar leituras enviesadas, que não se está a dizer que não existem presunções contra ele, mas apenas que o grau de exigência para desconstituição dessas presunções não deve ser no mesmo nível que seria aplicável a outros diretores em posições que tornem menos verossímil a total ignorância sobre o fato relevante em questão.

47. No caso de Astério, considerando a diretoria técnica que ocupava, entendo que ele apresentou contraindícios suficientes para desconstituir a presunção de que negociou as

---

I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; (...)

12.000 ações da Agra em 03/06/2008 de posse de informação privilegiada, pelas seguintes razões:

- a) o valor investido pelo acusado (12.000 ações) foi reduzido quando cotejado com a quantidade de ações que já possuía da Companhia (288.461 ações), ou seja, as ações supostamente compradas de posse de informação relevante representavam aproximadamente 4,1% do total de ações que detinha na companhia;
- b) foram gastos na compra aproximadamente R\$ 95 mil, o que também não parece ser uma cifra relevante face ao patrimônio do acusado;
- c) Astério não vendeu ações após o 1º fato relevante, e, além disso, manteve sua carteira mesmo após a divulgação do 2º fato relevante, que gerou uma queda de 79% na cotação desses valores mobiliários;
- d) é verossímil a sustentação de que Astério, como diretor técnico, e diante das manifestações do próprio presidente da Agra, pudesse não estar a par das negociações;
- e) a compra em análise foi realizada 19 dias antes da divulgação do fato relevante, o que parece ser uma data relativamente distante do momento da valorização das ações (38%), especialmente quando verificamos que o preço da ação vinha em tendência de queda e seria, portanto, mais vantajoso para o detentor da informação privilegiada fazer a operação às vésperas da divulgação do fato relevante ao mercado (Astério comprou a ação por R\$7,92, enquanto que a cotação no último pregão antes do fato relevante estava no patamar de R\$6,45); e
- f) se possuísse algum tipo de mecanismo para a obtenção de informações privilegiadas junto às instâncias decisórias da Agra, certamente teria sido alertado da decisão de rescisão do MOU e, conseqüentemente, teria, logicamente, procurado alienar, antes de 05/10/2008, o máximo possível de sua expressiva participação na Companhia, o que não ocorreu.

48. Em suma, a conduta de Astério, pelas diversas circunstâncias acima indicadas, não está em sintonia com o que se espera da atuação de um *insider*, de forma que, ponderando a presunção que existe contra os administradores e as evidências apresentadas pela Acusação com os contraíndícios existentes, entendo que não se pode afirmar, com o grau de certeza necessário para uma condenação, que Astério tenha adquirido ações da Agra de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado na compra realizada em 03/06/2008.

#### **III.4.b) DA ACUSAÇÃO CONTRA DIEGO**

49. Preliminarmente, quanto ao pedido de oitiva de testemunhas realizado pelo acusado em sua defesa, com o alegado fim de “*comprovar os rumores de mercado sobre a incorporação da Agra pela Cyrela, bem como sobre as discussões a respeito dos fundamentos*”

*econômicos do papel AGIN3*” (fl. 1692), entendendo serem tais depoimento desnecessários para o julgamento do caso, uma vez que os autos já trazem as informações suficientes para fundamentar a decisão e elucidar o grau informacional do mercado naquele momento. Assim, indefiro tal pedido.

50. Diego, operando em nome de sua mãe, teria chamado a atenção da área técnica por fazer operações a termo e em grandes volumes. No relatório de inquérito foram consideradas pela SPS somente as operações realizadas com o CPF da mãe de Diego, M.M.B.S.D.

51. Ele comprou AGIN3T (AGIN3 a termo) nos dias 03, 05, 18 e 20/06, em um total de quase R\$4 milhões, dos quais R\$2 milhões foram comprados no pregão anterior à divulgação do fato relevante (20/06/2008).

52. Mesmo após a alta de 38% da ação no dia 23/06/2008, Diego não vendeu os papéis comprados, mas os “rolou”, ou seja, vendeu os termos de ações que possuía e comprou novos contratos com vencimento mais longo. O acusado se desfez de sua posição no início de agosto daquele ano (06, 07 e 08/08/2008).

53. Segundo a Acusação, seria a primeira vez que M.M.B.S.D. negociava ações da Agra, e em montante atípico, uma vez que o maior volume negociado com outros papéis, em 2008, teria sido de aproximadamente R\$530.000,00, enquanto o volume com valores mobiliários relacionados à Companhia foi próximo de R\$9 milhões (soma de compras e vendas, desconsideradas as operações de rolagem). Em junho de 2008, mês de divulgação do primeiro fato relevante, M.M.B.S.D teria sido responsável por 74% de todas as posições compradas em ações da Agra no mercado a termo (fl. 1526).

54. O volume de compras de AGIN3 a termo em junho de 2008, aproximadamente R\$4 milhões, seria maior que o dobro da soma de todas as operações realizadas de 2006 a maio de 2008. Na mesma época, M.M.B.S.D. teria se desfeito de outras ações que compunham sua carteira pelo menos desde 2007. Também seria a primeira operação com ações a termo de M.M.B.S.D. desde 04/05/2006.

55. Por fim, a SPS encontrou ligações de Diego com C.V.K. e com Antonio Grisi, dos quais se tornou sócio em 2011<sup>13</sup>. C.V.K é filho de Didier e já foi conselheiro de administração da Abyara<sup>14</sup> junto com seu pai e com Astério, enquanto que Grisi teria realizado operações com papéis da Agra em duas datas em que Diego também realizou (03/06 e 18/06/2008), o que seria, para a Acusação, indício de que os dois operaram de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.

---

<sup>13</sup> De acordo com “Instrumento particular de segunda alteração e consolidação do contrato social da sociedade-empresária limitada denominada PFN Administração de Recursos Ltda”, às folhas 2458 a 2484, de 14/04/2011.

<sup>14</sup> Abyara Planejamento Imobiliário S.A.

56. Não se pode desprezar, também, o fato de que M.M.B.S.D., quando instada a se manifestar, ainda durante as investigações, respondeu, orientada por Diego, ser ela a responsável por todas as operações realizadas. A razão para o fornecimento da informação errônea jamais foi esclarecida, seja pelo acusado, seja por sua mãe.

57. Em sua defesa, Diego alegou que a queda de 79%, quando do anúncio do encerramento das negociações, perante a alta de 38%, após o anúncio do MOU, já demonstraria que o mercado estaria precificando a incorporação e que esta informação não seria, portanto, relevante<sup>15</sup>.

58. Também argumenta que deveriam ser analisadas conjuntamente as operações da família, pois todas as operações de seu pai e de sua mãe seriam administradas por ele. Se assim fosse, ficaria demonstrado que ele operava no mercado desde 2002, tendo alcançado volume de R\$1 bilhão em 2007, de modo que não se poderia dizer que operações com AGIN3 a termo no montante de R\$3.956.712,00 seriam atípicas.

59. Segundo a Defesa, Diego já teria operado o papel AGIN3, à vista e a termo, de outubro de 2007 a janeiro de 2008, e uma de suas estratégias de investimento seria a pouca diversificação de ativos – esclareça-se, contudo, que as notas de corretagem vinculam tais negociações ao nome de seu pai. Além disso, listou uma série de razões “fundamentalistas” e “técnicas” para ter investido em AGIN3T naquele momento e afirmou que a conjuntura macroeconômica à época era muito favorável ao investimento em empresas do setor de construção civil.

60. Também teria influenciado sua decisão o fato de o banco de investimentos Credit Suisse possuir posição substancial no papel e de ele ter ouvido, durante processo seletivo do qual participou nessa instituição, que a Agra seria uma boa empresa para se investir.

61. Declara que se possuísse informações privilegiadas não teria feito as três primeiras das quatro compras que realizou, pois, até a operação de 20/06/2008, estaria suportando prejuízo de R\$360.552,00, tendo a última compra sido realizada em valor equivalente ao já investido (R\$ 2 milhões) para fazer “preço médio”.

62. Além disso, manteve suas posições, “rolando-as” em julho, e somente as teria vendido porque, ao começar a trabalhar no Credit Suisse, não poderia investir nos mesmos papéis que o banco.

63. Seus relacionamentos com Antonio Grisi e C.V.K., à época, seriam profissionais e eventuais, conhecendo-os por trabalharem no mercado de capitais. Além disso, somente teria se tornado sócio de C.V.K. e de Antonio em 2011, ao ingressarem juntos na gestora PFN

---

<sup>15</sup> Os argumentos referentes aos boatos que circulavam no mercado já foram tratados no capítulo 18..

Adm. de Rec. Ltda (atual UJAY Capital Inv. Ltda). Também não haveria qualquer prova de que teria tido acesso a qualquer informação privilegiada, uma vez que a SPS teria se limitado a dizer que ele teria vínculos com Antonio e C.V.K., sem demonstrar o acesso à informação exigido pelo art. 155, §4º da Lei nº 6.404/76<sup>16</sup>.

64. No caso desse acusado, temos um conjunto de indícios mais sólido, uma vez que as operações seriam atípicas (quanto ao volume e ao tipo de ativo negociado), seu *timing* teria sido quase preciso e havia relação com outras pessoas que teriam a capacidade de saber, em algum momento, da informação relevante divulgada em 22/06/2008.

65. Por outro lado, concordo parcialmente com o argumento de Diego de que, se ele realmente fazia os investimentos para outras pessoas da família, deveriam ter sido analisadas em conjunto as operações realizadas no nome dessas pessoas e em seu próprio nome. Ora, se sua mãe não foi acusada em virtude do entendimento de que Diego realmente gerenciava sua conta, também deveriam ter sido levantadas todas as operações realizadas no próprio nome de Diego, uma vez que ele teria sido o autor intelectual de todos esses investimentos, independentemente da conta utilizada, o que seria útil para apurar o perfil das operações do acusado.

66. Discordo, contudo, da alegação de que Diego também operava em nome do pai, pois não há nenhuma prova dessa atuação, mas apenas a apresentação de notas de corretagem das operações em nome de L.E.S.A. (pai), o que, em hipótese alguma, comprova que Diego tenha sido o responsável pela definição das operações. Além disso, cumpre observar que o seu pai era “*profissional de mercado*”, de forma que não haveria verossimilhança na afirmação de que as operações do pai tivessem sido realizadas por Diego.

67. Anote-se que Diego afirmou, em seu depoimento à SPS, que “*seu pai era profissional de mercado*” e “*que seu pai, [L.E.S.A.] também tem essa característica [operar a termo]*”. Afirma ainda que ele próprio (Diego) “*em 2008 não tinha operado a termo ainda*”<sup>17</sup>; (fls. 1356 a 1359). Essas declarações corroboram a conclusão de que Diego não operava em nome do pai e que não costumava a operar a termo.

68. Saliente-se, ainda, que a Defesa não apresentou qualquer prova de que Diego operava em nome do pai, como seriam, por exemplo, as eventuais gravações das ordens dadas às corretoras (eletrônicas ou por voz) ou os possíveis emails tratando do tema. Não foi

---

<sup>16</sup> 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 ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>17</sup> Seu pai já havia operado com termos de ações em 2008, conforme notas de corretagem às folhas 2035 e seguintes.

apresentada sequer uma declaração do pai de Diego confirmando que seu filho seria o responsável pelos seus investimentos, o que realmente deixa essa alegação do acusado enfraquecida pela ausência de qualquer prova que a sustente.

69. Nesse contexto, verificar-se-á, no presente voto, a atipicidade do volume e do tipo de ativo negociado considerando o global das operações realizadas por Diego e por sua mãe, mas desconsiderando os investimentos realizados por seu pai, uma vez que, como exposto, não houve a apresentação de qualquer evidência de que as negociações operadas na conta de seu pai<sup>18</sup> teriam sido decididas por Diego.

70. Quanto às justificativas apontadas por Diego para investir no ativo, são elas genéricas e poderiam ter sido facilmente elaboradas *a posteriori*. Nesse ponto, assim como já me manifestei sobre a existência ou não de boatos no mercado, entendo que, mais do que as razões alegadas, o importante seria o *timing* de realização das operações e a sua congruência com o comportamento de Diego como investidor.

71. A maioria dos acusados alegou existirem boatos no mercado, múltiplos atrativos de análise fundamentalista e razões macroeconômicas, como o fato de o Brasil ter recebido o *investment grade* de agências de classificação de risco e de haver um grande déficit habitacional no país, entre outros, para justificar a aquisição das ações AGIN3. Esses são elementos, entretanto, não possuem pertinência específica com a aquisição de valores mobiliários da Agra nem, tampouco, surgem da noite para o dia e duram pouco tempo. Muito pelo contrário, o déficit habitacional, por exemplo, é um fator estrutural que perdura até hoje.

72. O mesmo pode ser dito para os múltiplos de análise financeira. Não foi especificamente na terceira semana de maio de 2008 que as ações da Agra passaram a apresentar uma relação preço/lucro ou um retorno sobre investimento atrativo. Exemplo disso é que há relatórios apresentados por Diego recomendando a compra de AGIN3 já em julho de 2007, fevereiro e março de 2008 (fls. 2349, 2420 e 2432).

73. O relatório elaborado mais próximo das operações, do Credit Suisse, datado de 14/05/2008, aproximadamente 20 dias antes da primeira compra de Diego (fl. 2357), recomendava a aquisição de ações (*rating outperform*) de nada menos que 8 (oito) das 9 (nove) companhias avaliadas. A ação da Agra, ao contrário do que quer fazer crer o acusado, não era a preferida entre as *small caps* analisadas pelo *Credit Suisse*<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Notas de corretagem anexas à defesa, folhas 2020 e seguintes.

<sup>19</sup> “*Within the small caps, our preferred picks are Tenda, as a way to play de low-income segment at a discount, and CCDI, being the most discounted to its liquidation value and the value coming from the Office building business*” (fl. 2359).

74. Além do mais, a escolha por comprar ações a termo (AGIN3T) demonstra um objetivo de alavancagem de seu investimento e/ou um receio de “perder a oportunidade”, uma vez que, para esse tipo de operação, não se faz necessário o pagamento à vista (dinheiro que poderia não estar disponível no momento), mas somente o depósito de uma margem de garantia.

75. E com relação ao *timing*, as operações foram realmente realizadas com certa proximidade da divulgação do primeiro fato relevante, especialmente a última e mais vultosa delas, realizada no último pregão antes da reação do mercado à assinatura do MOU.

76. Por outro lado, Diego não realizou um movimento típico de *insider traders*, que seria a venda dos ativos após a reação do mercado à informação até então não divulgada.

77. O Acusado, inclusive, renovou, aproximadamente um mês depois do fato relevante, suas operações com os ativos AGIN3, tendo encerrado sua posição no início de agosto daquele ano, alegadamente por causa da política de investimento pessoal do *Credit Suisse*, instituição onde teria começado a trabalhar em 19/06/2008 (fl. 67).

78. Segundo o Acusado, ele teria esperado o período de experiência de 45 dias<sup>20</sup> para se desfazer do papel, iniciando suas vendas em 06/08/2008 (fl. 1685), em virtude da regra do Manual da Política de Investimento Pessoal do Credit Suisse, datado de 2012, que determinava que “os funcionários de *Investment Banking Department* (“IBD”), *Capital Markets* (“CM”) e *Corporate Communications* – IBD ficam proibidos de negociar títulos e valores mobiliários, empréstimos, derivativos e outros instrumentos de empresas (e suas afiliadas): (a) cobertas por esses funcionários; e/ou (b) que pertençam ao grupo setorial coberto por eles” (fl. 2456).

79. Nesse ponto, afigura-se importante ressaltar que todas as operações de “rolagem” dos termos, que incluem, naturalmente, a compra de novas posições, ocorreram após 19/06/2008, quando o Acusado já estaria trabalhando no Credit Suisse, conforme demonstram o relatório de inquérito e as notas de corretagem anexadas pelo próprio defendente ao processo (fl. 1525 e fls. 1703 a 2348, respectivamente). Não há, ademais, prova de que o período de experiência seria de 45 dias (o contrato não foi juntado aos autos), nem que a obrigação de se desfazer de ações só ocorreria após o final do período de experiência.

80. Perceba-se, ainda, que a data em que Diego comprou a maior quantidade de termos de ações AGIN3, supostamente para “fazer preço médio”, foi 20/06/2008, justamente um dia depois de seu ingresso no Credit Suisse.

---

<sup>20</sup> 19/06/2008 + 45 dias = 03/08/2008.

81. Quanto à realização de operações em dias que coincidiram com operações de Antonio Grisi, acho essa associação um tanto quanto exagerada, pois a tabela que consta do relatório de inquérito mostra que, dos quatro dias em que Diego, utilizando a conta de sua mãe, comprou os ativos AGIN3T, somente dois coincidiram com dias em que Antonio Grisi comprou AGIN3, e justamente os dias em que Diego negociou seus menores volumes<sup>21</sup>. Desconsidero, assim, esse elemento como indício do ilícito.

82. No que se refere ao vínculo societário entre Diego e o filho do Presidente do Conselho de Administração da Agra na época, cumpre observar que, embora a sociedade limitada tenha sido formalmente estabelecida em 2011, apresenta algum grau de verossimilhança o entendimento de que a participação em sociedade limitada cujo objeto é a atividade de gestão de recursos (fl. 2458) não ocorre geralmente sem que exista razoável nível de proximidade entre os cotistas (pessoalidade), o que não se estabelece sem um histórico de convivência.

83. Sobre a questão da forma de acesso à informação privilegiada, precedentes da CVM vêm entendendo, reiteradamente<sup>22</sup>, desde o voto proferido pelo Diretor Relator Sérgio Weguelin no âmbito do PAS 24/2005, julgado em 07/10/2008, que “*o uso indevido de informação privilegiada pode restar configurado sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada*”. Desta forma, nada impede a conclusão pela infração, mesmo sem a comprovação da via de acesso à informação, desde que estejam presentes indícios múltiplos, fortes, convergentes e graves que conduzam ao quadro de configuração da prática irregular.

84. No caso, entendo que há vários indícios de que Diego atuou de posse de informação privilegiada, dentre os quais destaco como relevantes: i) padrão de negociação totalmente diferente do habitual de sua mãe e do seu, especialmente quanto ao volume investido e a compra a termo de ações (ao invés de ações no mercado à vista); ii) o *timing* das operações,

---

<sup>21</sup> Relatório de Inquérito, parágrafo 79, folha 1531.

<sup>22</sup> Diretora Relatora Luciana Dias, no âmbito do PAS CVM RJ2015/8010, julgado em 21/07/2015: “*Também é entendimento consolidado deste Colegiado que, no direito brasileiro, ao contrário do norte-americano, não é necessária a identificação do caminho exato que a informação percorreu até aquele que a utiliza indevidamente. Basta que o conjunto de indícios indique um possível caminho e que a pessoa que negocia as ações tenha ciência, de alguma maneira, da informação ainda não divulgada*”.

Diretor Marcos Pinto em manifestação de voto no âmbito do PAS RJ24/2005, julgado em 07/10/2008 “*4.2 Na minha opinião, o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida*”.

*4.3 A necessidade de identificar um informante dentro da companhia, inspirada no direito norte-americano e muito criticada por lá, não foi acolhida no nosso sistema jurídico. Entre nós, basta que o acusado tenha negociado com informação relevante não-divulgada ao mercado para que se caracterize a infração*”.

Diretor Henrique Machado, no âmbito do PAS CVM 25/2010, julgado em 04/07/2017: “*Com efeito, não se faz necessário para formular uma acusação de insider trading a identificação do informante, o que importa é que o conjunto de indícios reunidos no processo leve à firme conclusão que a pessoa negociou ações de posse de uma informação privilegiada, ciente de que esta tinha tal qualidade e com a finalidade de obter vantagem*”.

realizadas na semana anterior à divulgação do primeiro fato relevante e, a maior delas, no último pregão antes do anúncio da incorporação pela Cyrela e um dia após sua entrada no Credit Suisse; iii) o uso da conta de sua mãe ao invés da sua; e iv) a tentativa de esconder que atuava em nome da mãe, inclusive a orientando a faltar com a verdade em sua manifestação à SMI.

85. Sobre os últimos pontos (iii e iv), Diego não indicou qualquer razão ou justificativa para ter instruído sua mãe a faltar com a verdade em sua manifestação perante a CVM<sup>23</sup>.

86. Além disso, desconsideradas as operações realizadas pelo pai de Diego, pelas razões já expostas, as compras de AGIN3T realizadas por ele em nome de sua mãe estavam em total dissintonia com o histórico de negociação do próprio acusado e de sua mãe.

87. Primeiro, porque os volumes operados foram muito superiores à média das operações anteriores (R\$3.956.473,00 *versus* R\$317.298,00, que foi o montante negociado em 2008 até o final do mês de maio).

88. Segundo, porque a compra a termo de ações, como já exposto, sugere a urgência para realização da operação e a tentativa de alavancagem do capital disponível para investimento. Como aduzido pela Acusação, e confirmado pelo Acusado, as operações com AGIN3T foram as primeiras operações com termos de ações comandadas por ele em 2008. Antes disso, de acordo com as notas de corretagem apresentadas por Diego, sua última operação com ações a termo fora realizada em 2005 (fl. 1703 e seguintes).

89. Há, ademais, outros indícios que, apesar de serem menos robustos, servem para corroborar os fortes indícios referidos no item anterior, como, por exemplo, o relacionamento de Diego com o filho de Didier (Presidente do Conselho de Administração da Agra à época), do qual inclusive se tornou sócio em 2011, o que poderia explicar a forma de acesso à informação relevante em questão.

90. O Acusado, por sua vez, não conseguiu apresentar contraindícios consistentes que pudessem enfraquecer as provas indiciárias fortes, consistentes e convergentes que foram apresentadas pela Acusação. O fato de Diego ter renovado os termos de ações não é um contraindício forte de que ele não tenha negociado de posse de informação relevante, apenas que teria decidido permanecer mais tempo na posição comprada.

91. Assim sendo, diante dos elementos constantes dos autos, entendo que há indícios suficientemente fortes, consistentes e convergentes de que Diego fez aquisições a termo de

---

<sup>23</sup> Trecho do depoimento prestado à SPS (fl. 1356): “**Perguntado** por que, ao responder a carta de fls. 56, não informou, naquela oportunidade, que era ele quem operava a conta de sua mãe, **respondeu que** não sabe precisar, porém teria informado a estratégia adotada à época, que provavelmente redigiu a carta pensando em primeira pessoa e acabou respondendo como se ele fosse” (g.o.).

valores mobiliários de posse da informação relevante não divulgada e com o objetivo de auferir benefício indevido, em infração ao art. 155, §4º da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §1º da ICVM 358/02.

92. Ressalvo, por fim, que a Acusação adotou forma equivocada de cálculo para apurar o benefício auferido por Diego em virtude das operações realizadas com informação relevante não divulgada ao mercado, uma vez que incluiu, nesse cálculo, o benefício decorrente das operações de rolagem realizadas após a divulgação do fato relevante de 22/06/2008, o que não se apresenta adequado, uma vez que essas operações foram realizadas quando a incorporação já estava formalmente divulgada ao mercado.

93. Assim, com base no “Anexo 1 – Memória de Cálculo” do Relatório de Inquérito (fl. 1574), tem-se que o valor total de compra das ações a termo adquiridas antes da divulgação do fato relevante de 22/06/2008 (realizadas em 3, 5, 18 e 20 de junho) foi de R\$3.956.473,66, enquanto o valor total das vendas das ações a termo após a divulgação do fato relevante (realizadas nos dias 2, 15, 16 e 30 de julho) foi de R\$4.800.644,00, do que resulta o benefício global de R\$844.170,34<sup>24</sup>, e não de R\$1.071.808,78, como indicado no Relatório de Inquérito.

#### **III.4.c) DA ACUSAÇÃO CONTRA ANTONIO**

94. Antonio teria operado em seu nome e de seu irmão gêmeo M.G.P. Segundo eles, embora M.G.P. tenha realizado uma análise mais profunda da Companhia, Antonio foi quem realizou, de fato, as operações.

95. Foram realizadas três compras em junho (dias 03, 04 e 18) em um total de aproximadamente R\$1,8 milhão. As vendas se iniciaram em 25/07/2008, ou seja, aproximadamente um mês após a divulgação do primeiro fato relevante, e se estenderam até 19/08/2008 (25 e 30/07/2008, 04, 18 e 19/08/2008), com a obtenção de um lucro de aproximadamente R\$230 mil.

96. O principal indício apontado pela SPS, para comprovar a tese de que Antonio possuiria alguma informação ainda não divulgada ao mercado, consiste em diálogo recuperado de gravação dele com a corretora, em que manifestou estranhamento ao saber que o *Credit Suisse* seria o maior vendedor das ações naquele momento.

97. Assim, apesar de afirmar que essa seria uma informação importante, pois indicaria uma eventual saída de investidores estrangeiros do país, ele teria resolvido comprar a ação, o que seria contraintuitivo, segundo a Acusação.

---

<sup>24</sup> Anote-se que inexistente acusação contra Diego de negociação com ciência do segundo fato relevante, ocorrido em 05/10/2008.

98. Acredito que há um conjunto de razões que levam um investidor a decidir pela realização de uma operação, em data e volume determinados. O fato de um banco estrangeiro estar na ponta vendedora de determinado valor mobiliário pode ter sido um dos fatores ponderados por Antonio, mas não necessariamente foi o único, de forma que seria temerário e desproporcional concluir, apenas pela surpresa que demonstrou quando recebeu essa informação, que ele estaria de posse de informação privilegiada.

99. O mesmo se aplica ao argumento de que Antonio teria sido alertado pelo operador da corretora, em 04/06/2008, de que havia comentários sobre a crise de 2008, e, mesmo assim, teria optado por comprar ações da Companhia. Esse seria, da mesma forma, apenas um elemento dentro de uma análise global para decidir sobre o investimento, até mesmo porque entendimento diverso levaria à despropositada conclusão de que, em momentos de crise, qualquer operação de compra seria suspeita.

100. Deve-se observar, entretanto, que a venda ocorreu 50 dias após tal conversa e, como se sabe, a crise econômica se agravou rapidamente. O Índice Bovespa perdeu 16,7% de seu valor entre essas duas datas (68.673 pontos em 04/06/2008 para 57.199 pontos em 25/07/2008), e 60% de seu valor em um intervalo de cinco meses (de 73.516 pontos em 20/05/2008 para 29.435 pontos em 27/10/2008).

101. Além disso, não cabe à CVM inferir em tal grau quais seriam os mecanismos decisórios utilizados pelo investidor, especialmente em relação a um investidor pessoa natural, que, diferentemente de uma companhia aberta ou de um fundo de investimentos (que, em nome da boa governança, devem possuir políticas racionais e processos pré-definidos), atua muitas vezes sob grande influência de aspectos subjetivos, e não apenas racionais, nas suas decisões de investimento, como indicam estudos especializados sobre o tema, em especial os desenvolvidos por Robert Shiller e Daniel Kahneman<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> *“Theoretical models of efficient financial markets that represent everyone as rational optimizers can be no more than metaphors for the world around us. Nothing could be more absurd than to claim that everyone knows how to solve complex stochastic optimization models. For these theoretical models to have any relevance to the stock market, it must somehow be the case that a smaller element of “smart money” or the “marginal trader” can offset the foolishness of many investors and make the markets efficient”*. SHILLER, Robert J., From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance – The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. (Winter, 2003), pp. 83-104. (g.n.)

*“Herbert A. Simon (1955, 1979) had proposed much earlier that decision makers should be viewed as boundedly rational, and had offered a model in which utility maximization was replaced by satisficing. Our research attempted to obtain a map of bounded rationality, by exploring the systematic biases that separate the beliefs that people have and the choices they make from the optimal beliefs and choices assumed in rational-agent models” (...)*

*“The core ideas of the present treatment are the two-system structure, the large role of System 1 and the extreme context-dependence that is implied by the concept of accessibility. The central characteristic of agents is not that they reason poorly but that they often act intuitively. And the behavior of these agents is not guided by what they are able to compute, but by what they happen to see at a given moment”*. KAHNEMAN, Daniel, Maps of

102. Quanto a seu relacionamento com Diego, como já desenvolvido no capítulo III.4.b), apesar de ambos terem se tornado sócios somente em 2011, é verossímil que uma sociedade limitada cujo objeto é a gestão de recursos, como a que faziam parte ambos acusados, não é formada entre pessoas que não tenham relacionamento prévio. Somente o fato de se conhecerem, entretanto, sem o estabelecimento de um grau de intimidade ou outro indício mais forte, não é suficiente para, isoladamente, comprovar qualquer transferência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

103. Por fim, afigura-se muito importante, na análise do caso, a circunstância de que o montante negociado pelo Acusado não era atípico quando comparado com seu histórico de investimentos, tanto que, juntamente com seu irmão, já teriam operado volumes relevantes, inclusive com outras ações do mercado imobiliário, conforme demonstra tabela à fl. 1539 dos autos.

104. Nesse contexto, entendo que os indícios apresentados pela Acusação são muito fracos para suportar uma condenação, ainda mais se considerarmos os contraindícios existentes, de forma que não há elementos suficientes para a conclusão de que Antonio tenha negociado com ações da Companhia de posse de informações ainda não divulgadas ao mercado.

### **III.5 DAS ACUSAÇÕES RELACIONADAS AO 2º FATO RELEVANTE – 05/10/2008**

105. O segundo fato relevante, divulgado em 05/10/2008, que anunciava o distrato do MOU, teve um efeito completamente oposto e mais drástico na cotação das ações da Agra. Em 06/10/2008, uma segunda-feira, o preço da ação despencou 79%, revelando que os efeitos da efetivação da incorporação já estavam precificados em virtude da forte expectativa do mercado quanto à concretização da operação.

106. Como já comentado, no 06/10/2008 o índice Bovespa caiu 5,43%, e o mecanismo de *circuit breaker* da BM&FBovespa foi acionado duas vezes, quando a queda do índice atingiu -10% e, posteriormente, -15%.

107. Uma comparação com a queda observada em ações de outras companhias do setor de construção civil revela que todas elas sofreram o impacto do *selloff*, mas nenhuma na magnitude da ação da Agra<sup>26</sup>.

---

Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics – The American Economic Review, Vol. 93, No. 5 (Dec., 2003), pp. 1449-1475. (g.n.)

<sup>26</sup> Dados do sistema Economatica mostram que os papéis mais afetados, depois da Agra, foram KlabinSegall (-34,50%), Rossi Residencial (-20,43%), João Forte Engenharia (-19,59%), Tenda (-16,15%) e Even (-15,79%).

108. Os investidores apontados pela SPS que teriam se beneficiado com essas operações seriam Didier Maurice Klotz (“Didier”), Carlos Augusto Curiati Bueno (“Carlos Augusto”) e Marcelo Távora de Castro (“Marcelo”).

### **III.5.a) DA ACUSAÇÃO CONTRA DIDIER**

109. Didier era, à época, Presidente do Conselho de Administração da Agra, possuía 2.192.000 ações AGIN3 em carteira (1,22% do capital social da Companhia) e participava do acordo de acionistas.

110. Entre o primeiro e segundo fatos relevantes, Didier vendeu 100.000 ações AGIN3, em 30/07/2008, por R\$950.000,00, recomprando a mesma quantidade de ações por R\$135.000,00, no primeiro pregão (06/10/2008) após a divulgação do segundo fato relevante. Para a Acusação, essa recompra seria indício de que ele não teria intenção real de diminuir sua participação, mas sim de aproveitar a desvalorização esperada após a divulgação do fato relevante de 05/10/2008.

111. A acusação indica ainda que o DRI da Companhia informou que Didier teria participado das reuniões que culminaram na rescisão do MOU (fls. 32), embora não aponte a data dessas reuniões.

112. A venda das ações por Didier teria violado o disposto nos §§ 4º e 3º, I, do art. 13, da ICVM 358/02, em razão de, respectivamente, a alienação ter sido realizada 15 dias antes da divulgação do ITR do segundo trimestre, em 14/08/2008, e durante o andamento do processo de negociação cuja intenção seria a realização da incorporação da Agra pela Cyrela.

113. A Acusação sustenta que Didier não apresentou nenhuma justificativa plausível para ter se desfeito das 100.000 ações e que a alienação durante o processo dinâmico de negociação de operação de incorporação, que se protraí no tempo, engendra presunção de assimetria informacional, mesmo após a divulgação do início das negociações (MOU), uma vez que a negociação da operação estava em andamento, o que envolvia um natural fluxo informacional que era desconhecido do público em geral.

114. Sobre a negociação ter ocorrido no período vedado previsto no art. 13, §4º, da ICVM 358/02<sup>27</sup>, em virtude da divulgação do ITR em 14/08/2008, Didier alega que, pela contagem de prazo determinada pelo Código Civil, a negociação em 30/07/2008 não estaria abrangida pelo período vedado de negociações, uma vez que apenas no dia 31/07/2008 teria começado tal impedimento.

---

<sup>27</sup> Art. 13, §4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

115. Quanto à acusação de violação ao disposto no art. 13, §3º, I, da ICVM 358/02, que proíbe a negociação quando houver a intenção de promover incorporação, a Defesa sustenta que essa limitação teria cessado desde a divulgação do MOU que indicava o início do procedimento que poderia resultar na efetivação da incorporação.

116. Discordo de ambas as teses de defesa sobre a ausência de negociação em período vedado pela ICVM 358/02.

117. Quanto à regra do art. 13, §4º da ICVM 358/02, cumpre registrar que a divulgação do 2º ITR do ano de 2008 ocorreu em 14/08/2008, de forma que, conforme entendimento consolidado pela CVM, as negociações pelos administradores da companhia estariam vedadas a partir de 30/07/2008, ou seja, 15 dias antes da data de divulgação da informação, excluindo-se o dia da divulgação e incluindo o último dia do prazo<sup>28</sup>.

118. Anote-se o art. 132 do Código Civil<sup>29</sup> não altera em nada essa regra, uma vez que permaneceu inalterada a forma de contagem de prazo que, por meio da contagem regressiva a partir 14/08/2008, chegar-se-ia à mesma conclusão de que a vedação à negociação vigoraria a partir de 30/07/2008, dia da operação de venda das 100.000 ações por Didier.

119. O fato de o ITR ter sido reenviado na madrugada do dia 15/08 não altera em nada essa conclusão, uma vez que o prazo deve ser contado do envio original do ITR, quando já se tinha ciência de seu conteúdo, sendo certo que o sistema EmpresasNet divulga imediatamente tal documento após seu envio.

120. Desta forma, não há dúvida de que a negociação realizada por Didier, em 30/07/2008, foi realizada durante o período vedado pelo §4º do art. 13 da ICVM 358/02, o que, no entanto, não conduz necessariamente à condenação do acusado, mas sim à incidência das presunções que serão analisadas adiante.

121. É verossímil, entretanto, que, por ter ocorrido no primeiro dia de vedação de negociação, a venda dessas ações naquela data tenha sido fruto de uma contagem equivocada de datas. Essa questão, entretanto, passa ser secundária diante da segunda vedação de negociação que incidia sobre Didier, imposta pelo art. 13, §3º, I, da ICVM 358/02.

---

<sup>28</sup> Ofício-Circular CVM/SEP 01/17: “7.9. *Período de vedação à negociação* Para a determinação do período de vedação, a contagem do prazo de 15 dias corridos deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação (por exemplo, para um ITR com data de divulgação marcada para 10/05, o período de vedação estará compreendido entre os dias 25/04 e 09/05). Ressalta-se que é vedada a negociação no próprio dia da divulgação, antes que a informação se torne pública”.

<sup>29</sup> Art. 132. Salvo disposição legal ou convencional em contrário, computam-se os prazos, excluído o dia do começo, e incluído o do vencimento.

122. Nesse ponto, o Acusado sustenta que, a partir da divulgação do memorando de entendimento para fins de realização da incorporação (22/06/2008), cessaria a proibição de realização de negociações pelos administradores com as ações das companhias envolvidas, uma vez que a informação sobre a operação já seria pública, razão pela qual não faria sentido a acusação de que a alienação de 100.000 ações em 30/07/2008 teria infringido a ICVM 358/02.

123. Nesse caso, a questão é um pouco mais complexa, merecendo uma discussão com maior profundidade. Para início dessa análise, cumpre transcrever a norma da ICVM 358/02 que regula a matéria:

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. (...)

§3º A vedação do caput também prevalecerá:

I - **se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária;**(...)

124. A questão jurídica central a ser analisada, sobre a interpretação do dispositivo, consiste na definição da abrangência da proibição da negociação durante esse período vedado, ou seja, se ele abrange todo o período em que o processo de incorporação está em curso, como sustenta a acusação, ou se essa vedação de negociação cessaria a partir da divulgação da informação inicial de que a operação estaria em andamento, como sustenta a defesa.

125. Sobre essa questão, entendemos que a divulgação inicial do Memorando de Entendimento (MOU), revelando as condições gerais inicialmente esboçadas para a incorporação da Agra pela Cyrela, não produziria o efeito de finalizar o período vedado previsto no referido §3º, uma vez que, mesmo após o 1º fato relevante, permaneceu, em grau substancial, a indefinição quanto à efetiva realização da incorporação e sobre suas condições, que é o fundamento axiológico da regra regulatória em questão, que proíbe a negociação para tentar preservar a simetria informacional.

126. Só com a divulgação dos termos razoavelmente estáveis e seguros da operação, após a devida avaliação das companhias e aprovação das condições pelos órgãos competentes, é que ficaria liberada a negociação de ações pelos administradores, controladores e demais profissionais indicados no art. 13 da ICVM 358/02.

127. O memorando inicial (MOU) não possuía caráter vinculante, e nem mesmo havia uma avaliação precisa das companhias, do que se conclui que o fechamento da operação dependia de diversos fatores em relação aos quais os administradores tendiam a estar incisivamente mais bem informados do que o mercado em geral, o que justifica a manutenção da vedação de negociação pelos administradores.

128. Observe-se, ainda, que o próprio conteúdo do inciso I do § 3º do art. 13 da ICVM 358/02 conduz a essa interpretação, tanto que faz referência à “intenção de promover a incorporação”, que era exatamente a situação vigente após a divulgação do MOU em 22/06/2008, uma vez que havia essa intenção, mas a sua concretização dependia de diversas variáveis, que traziam dúvidas não apenas sobre a realização da operação, mas também quanto às condições sob as quais ela ocorreria.

129. Em síntese, pode-se dizer que, mesmo após a divulgação do MOU, continuou inequivocamente em andamento o processo de incorporação, sujeito a diversas variáveis, de modo que permaneceram inalteradas as razões teleológicas e axiológicas que justificaram a estipulação do período vedado pelo art. 13, § 3º, I, da ICVM 358/02. Assim, o período vedado só cessaria com a divulgação dos termos definitivos da operação, o que, no caso, sequer ocorreu, pois a operação, ao final, não foi realizada.

130. Essa questão já foi apreciada, em caso muito similar ao presente, em voto proferido pelo então Diretor Relator Marcelo Trindade, quando do julgamento do PAS CVM 04/2004 em 28/06/2006<sup>30</sup>:

29. No caso concreto, a existência das negociações entre BNDES e BNDESPar, de um lado, e Eletropaulo, de outro, havia sido tornada pública, mas seu estágio diário não o fora - e seria mesmo absurdo que o fosse. A companhia tem o direito de manter tal informação em sigilo, até a conclusão do processo, no interesse da própria companhia, **mas isto não tira a relevância da evolução diária das negociações.**

30. Dizendo-o de outro modo: **as contrapartes** que venderam ações ao acusado **40 dias antes** da conclusão das negociações **detinham muito menos informação do que ele, porque ele conhecia o estágio das negociações, e elas não.** Não se sabe se teriam vendido as ações pelo mesmo

---

<sup>30</sup> O mesmo entendimento foi seguido no PAS CVM nº RJ2010/1666, julgado em 03/04/2012.

preço - que proporcionou o significativo lucro ao acusado pouco depois da conclusão do acordo - se estivessem no mesmo nível de informação.

31. (...)tais negociações são mesmo marcadas por idas e vindas, mas quem delas participa tem muito mais capacidade de avaliar seu futuro do que quem está de fora.(g.n.)

131. Esclareça-se que o § 5º do art. 13 da ICVM 358<sup>31</sup> (que sequer foi citado pela Defesa) não altera em nada a conclusão acima exposta, uma vez que o referido dispositivo, que afasta a “vedação” de negociação após a divulgação do Fato Relevante, apenas se aplica aos casos em que o fato relevante já esgota, em bases preponderantemente seguras e definitivas, uma determinada questão, e não para casos como o ora em análise, em que o memorando de entendimentos é apenas o ponto inicial para uma série de avaliações e desdobramentos próprios de um processo de incorporação em andamento, que tende a gerar um fluxo contínuo de informações, das quais muitas possuem aptidão teórica para afetar as cotações das ações das companhias envolvidas, o que justificou a estipulação do “período vedado” pela Regulação.

132. Nada obstante a conclusão de que Didier negociou em período vedado, essa circunstância não seria, por si só, suficiente para punição do acusado pela infração de negociação de posse de informação privilegiada (art. 155, §§ 1º e 4º, da Lei 6.404/76, c/c art. 13 e §§ da ICVM 358/02), uma vez que as regras regulatórias que preveem vedação temporária de negociação das ações pelos administradores e controladores não possuem caráter absoluto, consistindo, na realidade, segundo a melhor técnica, em regras que criam presunções relativas (*iuris tantum*) de que as negociações realizadas nesses períodos teriam sido feitas de posse de informação relevante não divulgada ao mercado e com a finalidade de obter benefício indevido para si ou para outrem.

133. Constata-se, desta forma, que a infração prevista nos §§ 3º e 4º do art. 13 da ICVM 358/02 não é autônoma, tanto que ninguém pode ser punido apenas por negociar durante o período vedado.

134. Por serem presunções relativas, o suposto *insider* primário poderá comprovar que não tinha acesso à informação relevante ou que não usou essa informação com o objetivo de obter benefício irregular.

135. Nesse contexto, caberá ao acusado, que negociou durante o período vedado, desconstituir as presunções que contra ele incidem.

---

<sup>31</sup> “§5º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria” (g.n.)

136. A regulação, portanto, não restringe peremptoriamente o direito de alienação das ações, o que seria inconstitucional por violar o princípio da reserva legal, mas apenas inverte o ônus da prova nessas circunstâncias específicas, sem o que seria praticamente impossível punir os *insiders* primários, que, em geral, estão em posição de assimetria informacional com os demais investidores que atuam no mercado de valores mobiliários.

137. Ao negociar em período vedado, o administrador deve saber que contra ele incidem as referidas presunções e que, portanto, deverá estar apto a comprovar que a negociação não teve a finalidade de obtenção de benefício financeiro ou que inexistia a informação privilegiada ou, ainda, que dela não tinha ciência.

138. A Diretora Luciana Dias, no julgamento do PAS RJ2010/1666, proferiu voto que analisou com precisão essa questão:

O segundo esclarecimento necessário é que, conforme confirmam nossos precedentes, a restrição constante do art. 13, da Instrução CVM n.º 358, de 2002, não representa uma vedação absoluta de negociação, de modo que inexistente o ilícito administrativo de vendas em período vedado. A vedação à negociação estabelecida pela Instrução CVM n.º 358, de 2002, tem base nos comandos da Lei n.º 6.404, de 1976, sobre uso indevido de informação privilegiada, notadamente o art. 155, §§1º e 4º.

Desta forma, tanto o comando do caput, quanto o comando do §1º do art. 13, da Instrução CVM n.º 358, de 2002, dependem da existência de uma informação ainda não divulgada ao mercado que possa, de maneira ponderável, influenciar a decisão de investimento.

O que a regulamentação desses comandos faz, em diversas oportunidades, é estabelecer algumas presunções. Tais presunções são mecanismos que facilitam o processo de construção da acusação.

A primeira presunção é a de que em determinados períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados (art. 13, § 4º da Instrução CVM n.º 358, de 2002) ou a oferta pública de valores mobiliários (art. 48 da Instrução n.º 400, de 2003), há informação relevante.

Semelhante presunção ocorre em relação aos fatos que circundam um evento da vida da companhia que será anunciado como fato relevante (art. 13, caput e §1º, da Instrução CVM n.º 358, de 2002).

A restrição de negociação de ações é transformada em vedação para que não se inviabilize a atuação da CVM em determinados casos de utilização de informação privilegiada, em que a comprovação de posse da

informação ou da intenção de auferir vantagem seria quase impossível.

Assim, na verdade, a vedação ali presente representa a presunção de que a pessoa detém uma informação relevante por conta das funções que exerce junto à companhia e, caso negocie enquanto tal informação não é divulgada, estará negociando porque teve acesso à informação confidencial e relevante e com a finalidade de auferir vantagem indevida.

Essas presunções são necessárias porque os eventos anunciados por meio de fato relevante são meros desfechos de uma série de fatos, reuniões, tratativas e informações que se espalham no tempo, mas que, encadeados, vão culminar na informação efetivamente divulgada ao mercado, qual seja o conteúdo do fato relevante, das demonstrações financeiras ou das ofertas públicas. (g.n.)

139. Diante do exposto, podemos concluir que, quando o administrador negocia em período vedado, estará ele submetido às referidas presunções, as quais, por não possuírem caráter absoluto, podem ser desconstituídas por provas em contrário.

140. Busca-se, assim, desestimular as negociações de ações pelos administradores, controladores e demais profissionais indicados no art. 13 da ICVM 358/02 durante os períodos vedados definidos pela regulação, quando seria alta a probabilidade de negociação em situação de assimetria informacional, mas não se impede que o acusado demonstre, através de provas ou indícios consistentes e convergentes, a sua ignorância quanto à informação irrelevante<sup>32</sup>, a inexistência de relevância da informação ou mesmo a ausência de intenção de obtenção de vantagem indevida.

141. Voltando à análise do caso em tela, verifica-se que Didier alienou ações durante o andamento do processo de incorporação da Agra pela Cyrela e enquanto ocupava o relevante cargo de Presidente do Conselho de Administração da Companhia, o que faz incidir contra ele as referidas presunções.

142. Diante das presunções em seu desfavor, caberia a Didier desconstituí-las através de provas, mesmo que indiciárias, de que não detinha informação privilegiada ou que não a usou para obter benefício financeiro.

143. Didier, em sua defesa, sustenta que estaria viajando no período em que foi negociado o MOU, o que, a meu ver, não impede a ciência quanto ao andamento das negociações, considerando os meios de comunicação atuais. Ademais, o conhecimento ou não das

---

<sup>32</sup> Reconhece-se que a prova da ignorância é difícil e complicada, mas, como já exposto nos itens 30 e 30, ela pode ser realizada por um conjunto de indícios fortes e convergentes.

negociações relacionadas à assinatura do MOU é irrelevante para a discussão que ora se apresenta, uma vez que ela é relacionada ao 2º Fato Relevante, quando as duas companhias decidiram não levar adiante o acordado e cancelar a intenção de incorporação anunciada anteriormente. Assim, essa alegação da defesa sequer constitui um contraindício pertinente.

144. Segundo a defesa, Didier não teria recebido nenhuma informação não pública sobre a operação até 30/07/2008, quando teria alienado 100.000 ações da Agra por conta de um *stop-gain* cuja regra determinava que as ações fossem vendidas pela corretora quando a cotação atingisse o valor R\$9,50, o que teria ocorrido em 30/07/2008. Uma estratégia complementar, de venda de lotes de ações a cada valorização de 5%, não teria sido executada por ausência de configuração da hipótese.

145. Essa alegação de que teria definido uma *stop-gain* antes do início da operação poderia, em tese, ser apta a desconstituir a presunção que decorre no §3º, I, do art. 13 da ICVM 358/02. Ocorre que o Acusado não apresentou nenhuma comprovação desse fato, de forma que essa alegação, desprovida de qualquer prova, não teria como afetar a análise do caso.

146. Aduz, ainda, a Defesa, que a alienação de ações teria ocorrido 68 (sessenta e oito) dias antes da rescisão do MOU, e que as reuniões do Conselho de Administração em que se discutiu o assunto teriam ocorrido após a negociação.

147. Cabe, sobre o ponto, esclarecer que as reuniões do CA foram indicadas pela Acusação apenas a título de exemplo, pois o fluxo informacional recebido pelo Presidente do Conselho de Administração da Companhia durante uma operação dessa natureza tende a ser contínuo e totalmente diverso, em quantidade e qualidade, das informações recebidas pelo mercado em geral, o que justifica as presunções suprarreferidas em relação às negociações realizadas no período vedado.

148. Outro argumento da defesa é o de que não haveria sinais de que a operação estivesse sob risco de não ocorrer, tanto que, em 05/08/2008, seis dias após a venda das ações por Didier, houve uma reunião do conselho de administração, presidida por ele, que confirmou a relação de troca das ações proposta no MOU, aprovando seus termos e autorizando a submissão da proposta de incorporação à AGE. Na mesma linha, afirma que ninguém se manifestou pela rescisão do MOU até 22/08/2008, que atrasos seriam previsíveis e que já estaria ocorrendo a integração das áreas comerciais das empresas

149. Esses fatos, contudo, não são evidências consistentes da ausência de ciência quanto a eventuais circunstâncias que pudessem indicar elevação da probabilidade de não concretização da operação, mas apenas que se optou por prosseguir com o andamento da operação, o que poderia ocorrer mesmo diante de sinais de que a operação estava sob risco de

não concretização, pois, mesmo nesse quadro, ainda assim haveria possibilidade do fechamento da operação.

150. Quanto à alegação de que a negociação realizada no dia 30/07/2008 (100.000 ações) foi reduzida quando comparada com a quantidade de ações que Didier detinha na ocasião (2.192.000 ações), representando menos do que 5% da carteira de ações do acusado, reconheço que essa circunstância constitui uma evidência consistente em favor do acusado, posto que realmente não seria típico de um *insider* a negociação com pequena parcela da carteira de ações que possui da própria companhia em relação a qual possui informação privilegiada.

151. Contudo, essa circunstância isolada não teria força suficiente para desconstituir as presunções que decorrem da negociação no período vedado definido no art. 13, §3º, I, da IVM 358/02.

152. Ressalve-se que, caso **não** se tratasse de um *insider* primário que negociou em período vedado, inexisteriam as presunções de ciência de informação relevante e de negociação com fim de obter benefício indevido, de forma que a negociação com pequena parcela de sua carteira seria um contraindício com aptidão teórica para absolvição, a depender da força dos indícios que tivessem sido apontados pela acusação.

153. No caso, contudo, como já exposto, não haveria como desconstituir as presunções contra o administrador que negocia ações durante o processo de incorporação com apenas um indício em sentido contrário, até mesmo porque, além das referidas presunções, existem outros indícios que apontam no sentido do ilícito, como, por exemplo, a reaquisição do mesmo número de ações após a divulgação do 2º fato relevante, que, nada obstante ter sido explicada uma lógica para a operação, ainda assim constitui um indício.

154. Do exposto, diante da realização de negociação em período vedado tanto pelo §4º como pelo inciso I do §3º, ambos da IVM 358/02, e levando em conta que o acusado não apresentou elementos suficientes para desconstituir as presunções de que, como administrador, negociou de posse de informação privilegiada e com intuito de obter benefício em virtude da assimetria informacional, voto pela condenação de Didier à pena de multa no valor de 2 (duas) vezes o benefício auferido.

### **III.5.b) DA ACUSAÇÃO CONTRA CARLOS AUGUSTO**

155. Carlos Augusto era detentor de ações da Agra e da BM&FBovespa desde 22/10/2007 e as vendeu em 30/09/2008, cinco dias antes da divulgação do 2º fato relevante. Ele vendeu 20.000 ações por R\$6,55 por ação e as recomprou em 08/10/2008, por um valor médio de R\$1,3396. Como aportou mais recursos nessa recompra, acabou adquirindo um total de

148.000 ações. Comprou mais 100.600 ações em 28/11/2008, finalizando o ano com 248.600 ações AGIN3.

156. Carlos Augusto era sócio de uma empresa coligada da Agra<sup>33</sup> e teria relacionamento com Astério, seu amigo desde a época da faculdade e sócio em outra empresa. Conheceria o diretor presidente da Companhia, responsável pela negociação do MOU, mas não teria intimidade com ele. Segundo Carlos Augusto, Astério, por ocupar cargo técnico, não teria acesso a informações sobre a incorporação.

157. Ele conheceria M.A.C. e Didier, respectivamente, acionista controlador e conselheiro da companhia, mas não teria contato pessoal com eles. Seria primo de um dos fundadores da Abyara (A.C.), companhia da qual participaram da administração, em 2009, Astério, Didier e seu filho.

158. Ao se considerar somente a recompra de ações realizada com os recursos obtidos da venda de 30/09/2008, o acusado teria praticamente quintuplicado sua participação na Companhia (passando de 20.000 para 97.761 ações AGIN3).

159. As justificativas de Carlos Augusto para a venda de tais ações foram as seguintes: i) teria lido sobre a possibilidade de queda no preço das ações; ii) queria sair do mercado por não entender de ações e o mercado ser guiado por boatos; e iii) teria receio do que viesse a ocorrer com a operação de incorporação. Apesar de tudo, continuou a investir nas ações da Companhia após a queda dos preços, alegando, posteriormente, que por trabalhar em obras acreditaria que os preços oscilariam também por “situações reais”.

160. Em sua peça de defesa, o acusado sustenta que vendeu as ações especialmente em razão da crise mundial de 2008, pois já havia sofrido uma perda de 50% no valor de seu investimento em Agra e de mais de 60% nas ações da BM&FBovespa (fl. 2572). Além disso, notícias na mídia estariam apontando para uma queda ainda maior das ações de companhias do ramo imobiliário. O citado “temor” de que a operação de incorporação poderia não ser realizada seria em função da queda exacerbada da cotação de ambas as companhias envolvidas.

161. Ressalta que no dia anterior à venda, 29/09/2008, o índice Bovespa teria sofrido a maior desvalorização em um único dia na última década, caindo mais de 11%<sup>34</sup>. Assim, a venda antes do segundo fato relevante teria sido apenas uma coincidência, e não um indicativo de posse de informação privilegiada.

---

<sup>33</sup> A Tallento Engenharia faria a gestão das obras da Agra desde 2004. Posteriormente, a gestão passou a ser feita pela Agra Gerenciadora, uma sociedade entre a Tallento Engenharia e a Agra.

<sup>34</sup> Na realidade, a queda no encerramento do pregão foi de -9,36%, com mínima de -13,75%, após acionamento do mecanismo de *circuit breaker* em -10%.

162. Carlos Augusto teria voltado a investir na Agra por ter lido que as ações estariam em valor inferior ao de seu patrimônio. Indaga que, se havia adquirido essas ações a R\$13,07, por que não as compraria a R\$1,32 e R\$1,42? Além disso, como o fato relevante já havia sido divulgado, não haveria qualquer irregularidade nessa recompra.

163. Acrescenta que não haveria provas de ele teria tido acesso e feito uso de qualquer informação privilegiada quando negociou as ações de emissão da Agra, o que imporá sua absolvição em virtude da distribuição do ônus probatório para os casos de *insiders* secundários, bem como porque seria necessário identificar a fonte da informação<sup>35</sup>. Além disso, afirma que não teria obtido lucro com a operação e que a quantidade negociada teria sido insignificante.

164. Com relação a Carlos Augusto, os indícios mais fortes apontados seriam uma contradição nas razões para venda das ações (e sua posterior recompra) e as relações pessoais e profissionais dele com Astério e com a Agra.

165. Sobre esse último ponto, a CVM já entendeu que as relações de amizade ou parentesco *“isoladamente considerados não poderiam ser vist[a]s como suficientes para sustentar o repasse de informação privilegiada”*, mas *“somente um dos possíveis meios de indicar a ciência de informação privilegiada por quem negociou com as ações”*<sup>36</sup>.

166. Assim, embora seja incontroverso que Carlos Augusto possuía uma relação de amizade com Astério, de parentesco com A.C. e profissional com a Agra, essas circunstâncias isoladas não poderiam fundamentar a condenação. Ademais, a empresa do acusado atuava no gerencialmente de obras e não estava relacionada, em princípio, a nenhuma área que pudesse vir a ter acesso à informação de que a incorporação não se concretizaria.

167. Apesar de a Acusação não ter se convencido das razões indicadas pelo Acusado para a alienação de suas ações, não me parece inverossímil que ele as tenha vendido em razão do pânico que se instaurou no mercado nos dias que se seguiram ao pedido de concordata do Lehman Brothers (em 15/09), especialmente se considerarmos que: i) o perfil de operação de Carlos Augusto não era de um investidor experiente; ii) no dia anterior à venda o índice Bovespa chegou a cair 13,75%; e iii) que ele vendeu todas as ações que possuía, inclusive as da BM&FBovespa.

168. O fato de ele ter recomprado, e aumentado sua participação na Companhia após a queda brusca de 06/10/2008, poderia, sim, ser interpretado como um indício de que saberia de

---

<sup>35</sup> Cita PAS CVM nº RJ2004/0852, Diretor Relator Sergio Weguelin, julgado em 30/05/2006, e nº SP2005/0155, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 21/08/2007.

<sup>36</sup> PAS 11/2008, julgado em 21/08/2012, Diretora Relatora Luciana Dias, cita PAS 13/2000, julgado em 17/04/2002, Diretor Relator Marcelo Trindade.

antemão da possibilidade dessa queda de preço, mas também poderia ser uma reação legítima a um novo cenário que se apresentou ao investidor após a queda atípica ocorrida naquela data.

169. Desse modo, entendo que o conjunto de indícios trazidos, frente aos contraindícios existentes, não permite concluir que Carlos Augusto tenha vendido suas ações da Agra de posse de informação ainda não divulgada ao mercado.

### **III.5.c) DA ACUSAÇÃO CONTRA MARCELO**

170. Marcelo vendeu todas as 5.600 ações que possuía da Agra em 03/10/2008, último pregão antes da divulgação do segundo fato relevante, por R\$35.742,00. Com a queda do dia 06/10/2008, teria evitado a perda de R\$28.944,72. Assim, segundo a SPS, a venda teria ocorrido em *timing* perfeito para evitar os prejuízos em que incorreria com a queda de preço do pregão seguinte.

171. Essa teria sido a única venda realizada pelo acusado durante o ano de 2008. Nos outros quatro pregões em que operou teria somente comprado ações (26/02, 10/03, 09/04 e 17/06). Questionado, disse que vendeu somente Agra porque havia caído à metade de seu valor e teria uma natureza especulativa, enquanto as outras ações em carteira seriam *blue chips*. Manteve Cyrela por entender que esta estava “melhor estruturada”.

172. Marcelo era amigo do então diretor-presidente da Agra, a quem se referiria como Beto, tendo estudado com ele na faculdade. Seriam sócios desde 2010<sup>37</sup>, e em 2009, por indicação de Luis Roberto, a TDEC Informática, uma sociedade de Marcelo, teria prestado serviços à Agra.

173. Segundo ele, teria comprado ações da Agra em 2007 “*para participar da sociedade que era de seu amigo*” e por entender que o mercado de incorporações passava por um bom momento. Luis Roberto, entretanto, não saberia que ele possuía ações da Companhia.

174. As justificativas apresentadas pelo Acusado para a compra e venda das ações, segundo a acusação, não seriam coerentes, uma vez que afirmou ter comprado a ação com base em fundamentos econômicos (estaria alavancada), o que denotaria “*uma acurada e minuciosa análise e acompanhamento da companhia*”, mas desconheceria o processo de incorporação que estava em andamento (fl. 1565).

175. Também seria estranho, segundo a acusação, o fato de, apesar de ser amigo próximo de Luis Roberto, não ter comentado que havia adquirido ações da Companhia e não ter buscado informações com o amigo sobre os boatos acerca dos problemas de liquidez que também teriam motivado sua venda.

---

<sup>37</sup> Sócios na Fitting Participações, empresa focada em *retrofit* de imóveis (fl. 1562).

176. No caso de Marcelo, tem-se novamente os vínculos pessoais como elemento indiciário a ser analisado. Aqui, o acusado não nega conhecer o então diretor presidente da Companhia, com quem estudou na faculdade e de quem foi sócio em data posterior aos fatos em análise. Afirma, entretanto, não ter mantido contato com ele por muito tempo, inclusive após a compra das ações AGIN3. Os dois teriam voltado a se reencontrar somente no final de 2009.

177. Nesse caso, existe um vínculo direto com alguém que, sem sombra de dúvidas, estava envolvido na operação e já sabia, desde 02/10/2008, que a Cyrela não tinha intenção de prosseguir com a incorporação inicialmente proposta.

178. O *timing* da operação também é um importante elemento. De todas as operações analisadas, essa foi a mais próxima da divulgação do segundo fato relevante, realizada no pregão anterior a sua divulgação.

179. Também chama a atenção o fato de Marcelo ter se desfeito somente das ações de Agra, em sua totalidade, e mantido as demais em seu portfólio. Além disso, essa foi a única venda realizada em todo aquele ano.

180. Por outro lado, não concordo com a conclusão da Acusação de que mencionar que a companhia estaria “*alavancada e com pouca capacidade de investimento*” significaria “*uma acurada e minuciosa análise e acompanhamento da companhia*” (fl. 1565), pois essa é uma afirmação que pode ser encontrada em qualquer análise superficial publicada na imprensa especializada.

181. O acusado alega ter vendido as ações AGIN3 por causa da crise de 2008 e que não se desfez das demais por serem *blue chips* e terem sofrido menor desvalorização.

182. O defendente anexou imagem da *webpage* de acompanhamento de ordens da corretora com a qual operava, na qual se vê que foi colocada uma ordem de venda das 5.600 AGIN3 em 25/09/2008, a R\$7,70, que não foi executada. Nova ordem de venda foi recolocada em 03/10/2008, na mesma quantidade, a R\$6,38, que foi executada, e sobre a qual se trata esse processo (fl. 2708).

183. Essa informação enfraquece o argumento de que o acusado teria tido a intenção de vender a ação somente após seu amigo Luis Roberto ter recebido a informação de que a Cyrela não prosseguiria com a incorporação (02/10/2008), pois, antes dessa data (25/09/2008) já havia sido colocada ordem de venda para os mesmos ativos.

184. O valor total da alienação realizada por Marcelo, de aproximadamente R\$35 mil, apesar de representar toda a carteira de ações da Agra detidas pelo acusado, não constitui um

montante elevado, o que também pode ser considerado um indício, embora dúbio, da ausência de atuação irregular.

185. Pelo exposto, concluo que, apesar de a relação de amizade com o diretor presidente da Companhia ser um indício do caminho pelo qual a informação poderia ter chegado ao acusado, como já mencionado, somente esse fato isolado não é suficiente para ensejar uma condenação. Ademais, o defendente logrou comprovar que já havia emitido ordem de venda oito dias antes da data em que efetivamente conseguiu vender o lote de ações, de forma que o indício do *timing* perfeito da venda fica bastante enfraquecido.

186. Assim sendo, embora a situação desse acusado seja bastante discutível, entendo que em linha com a interpretação exposta nos itens 16 e 17, que não se pode concluir com razoável grau de certeza, diante dos elementos constantes dos autos, que Marcelo tenha vendido as 5.600 ações AGIN3 que possuía, em 03/10/2008, utilizando-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

#### IV CONCLUSÃO

187. Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, e considerando as características de cada caso, **voto**:

- a) pela **absolvição** de **Astério Vaz Safatle, Antonio Grisi Neto, Carlos Augusto Curiati Bueno e Marcelo Macedo Távora de Castro** das acusações de infração ao §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 e §§ da Instrução CVM n.º 358/02;
- b) pela **condenação** de **Diego Soares de Arruda à penalidade de R\$1.688.340,68 (um milhão, seiscientos e oitenta e oito mil, trezentos e quarenta reais e sessenta e oito centavos)**, equivalente a duas vezes o benefício de R\$844.170,34 auferido ao negociar ações de emissão da Agra, por intermédio da conta de sua mãe, M.M.B.S.D., com utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em violação ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/02; e
- c) pela **condenação** de **Didier Maurice Klotz**, na qualidade de Presidente do Conselho de Administração da Agra, **à penalidade de R\$1.630.000,00 (um milhão, seiscientos e trinta mil reais)**, equivalente a duas vezes o benefício de R\$815 mil auferido, por negociar com informação relevante não divulgada ao mercado, em violação ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput* e §§ 3º e 4º da Instrução CVM n.º 358/02.

É o voto.

Rio de Janeiro, 21 de novembro de 2017.

Gustavo Tavares Borba  
**Diretor Relator**