



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**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  
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

**MANIFESTAÇÃO DE VOTO**

1. Senhor Presidente, acompanho o voto do Relator quanto às absolvições de Carlos Augusto Curiati Bueno, Marcelo Macedo Távora de Castro e Antonio Grisi Neto, e, embora concorde com as condenações de Diego Soares Arruda (“Diego Arruda”) e Didier Maurice Klotz (“Didier Klotz”), peço licença para apresentar considerações sobre a fundamentação adotada e o critério utilizado para fixar as penalidades. Divirjo, respeitosamente, da absolvição de Astério Vaz Safatle (“Astério Safatle”), pois o manejo dos elementos de prova contidos nos autos leva-me à conclusão distinta.

2. Como narrado pelo Relator, em 22.06.08 a Agra Empreendimentos Imobiliários S/A (“Agra” ou “Companhia”) informou ao mercado a assinatura de memorando de entendimentos (“memorando”) com o objetivo de avaliar possível incorporação da Companhia pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos Imobiliários (“Cyrela”). Pouco mais de três meses depois, em 05.10.08, a Agra divulgou aviso de fato relevante comunicando a rescisão do memorando em razão da desistência da Cyrela em prosseguir com a operação societária.

3. Este processo examina se os acusados negociaram ações ordinárias da Agra, previamente às referidas divulgações, em razão do conhecimento antecipado de informações relevantes, conduta ilícita denominada de *insider trading*.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

4. Como bem destacou o Relator, a vedação ao uso de informação privilegiada está estabelecida nos §§1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6404, de 1976, e exige 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>1</sup>.

5. Em regra, a comprovação de casos de *insider trading* é baseada em indícios que funcionam como elos da corrente que forja a prova indiciária, não se confundido, contudo, com ela própria, eis que o mero indício não autoriza um juízo de convicção<sup>2</sup>. Este somente pode ser alcançado por meio do concurso de indícios comprovados, independentes, concordantes e convergentes que permita conclusão segura a respeito da ilicitude da conduta, por meio do rigor da prova indiciária<sup>3</sup>.

6. Neste sentido, a prova indiciária deve ser capaz de superar todas as dúvidas concretas apresentadas pelo acusado no processo e ser apta a afastar as incertezas plausíveis trazidas pela defesa. A existência de uma incerteza capaz de inspirar dúvida concreta no julgador é suficiente para impor a absolvição do acusado, em homenagem ao princípio da presunção de inocência<sup>4</sup>.

7. Ciente disso, com base no poder regulamentar estabelecido no art. 8º, I, da Lei nº 6.385, de 1976, a CVM disciplinou a matéria no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, criando em seu *caput* presunções<sup>5</sup> quanto ao conhecimento e à utilização indevida da informação privilegiada nas negociações feitas pelos denominados *insiders* primários ou típicos, isto é, aquelas pessoas que exercem funções na companhia ou detêm seu controle, conforme consta do *caput* do referido dispositivo.

8. Como bem consignado em decisões<sup>6</sup> sobre o tema, a estratégia regulatória adotada pela CVM consiste em atenuar o ônus probatório que instruem os processos sancionadores

<sup>1</sup> PAS RJ2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu, julgado em 13/09/2016.

<sup>2</sup> Neste sentido, transcreve-se trecho do que ficou assentado no PAS CVM nº 22/94, julgado em 15.4.2004: “[A] existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado”.

<sup>3</sup> DELLEPIANE, Antônio. “Nova teoria da Prova”. Ed. Minelli, 2004, p.123-127.

<sup>4</sup> Nessa linha, menciono o voto da Diretora Norma Parente no PAS CVM nº 06/95, julgado em 05.05.05: “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”.

<sup>5</sup> Neste ponto, devida a referência ao voto do Diretor Gustavo Gonzalez no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13651.

<sup>6</sup> Em direção semelhante, v. entre outros o voto do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, em 28.6.2006; o voto da Diretora Relatora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/1666, em 3.4.2012.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

nos quais são formuladas acusações de *insider trading*, em função da gravidade do ilícito para a credibilidade do mercado de capitais e da dificuldade em comprovar-se por meio de prova direta a intenção dos agentes em auferir vantagem indevida e o exato momento em que elas tiveram acesso à informação privilegiada.

9. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de fato relevante, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas como no caso da negociação pelo administrador, a CVM presume a efetiva utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem.

10. Do mesmo modo, o § 4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, estabelece para os *insiders* primários presunção quanto à existência das informações trimestrais e anuais das companhias quinze dias antes de sua correspondente divulgação, de sorte que se o administrador da companhia negociar neste período presume-se, em consonância com o *caput* do art. 13, a existência da informação relevante, o conhecimento dela pelo administrador e o seu uso na negociação com ações.

11. As mencionadas presunções, no entanto, não incidem sobre os denominados *insiders* secundários ou de mercado, isto é, aquelas pessoas que não possuem relação estreita com a companhia, conforme se depreende da leitura do artigo 13<sup>7</sup>.

12. Feitos estes breves comentários, passo a apresentar minhas considerações.

### **I – DA ACUSAÇÃO CONTRA ASTÉRIO SAFATLE**

13. Segundo a Acusação, Astério Safatle teria ocupado, à época dos fatos, o cargo de diretor de engenharia da Agra, tendo participado de reuniões que antecederam a assinatura do memorando de incorporação da Companhia pela Cyrela. Como o acusado adquiriu 12.000 ações de emissão da Agra dezoito dias antes da divulgação do aviso de fato relevante de 22.06.08, a Acusação entendeu que ele teria feito uso de informação privilegiada, em violação ao art. 13, *caput* e §3º, I, da ICVM nº 358/02<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Em direção semelhante, ver, entre outros, o voto do Diretor-Relator Marcelo Fernandez Trindade no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, em 28.6.2006; e o voto da Diretora-Relatora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/1666, em 3.4.2012.

<sup>8</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:

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

14. Em sua defesa, Astério Safatle alega que teria exercido atribuições estritamente operacionais e não teria participado das discussões sobre a incorporação, tendo tomado conhecimento do assunto somente na semana anterior à divulgação do fato relevante. Acrescenta que a aquisição teria sido diminuta em relação à quantidade de ações já possuídas e não teria se desfeito dela mesmo após várias operações societárias que teriam reduzido substancialmente o valor de seu investimento.

15. As alegações apresentadas por Astério Safatle não são capazes de infirmar a tese acusatória.

16. De fato, Astério Safatle era diretor de engenharia da Agra, cargo com atribuições técnicas, porém, tal aspecto não reduz a distribuição do ônus probatório estabelecida pela legislação de regência.

17. Como se sabe, a gestão ordinária dos negócios sociais compete aos diretores, que agem dentro das atribuições definidas pelo estatuto, o qual, inclusive, recomenda-se especificar precisamente a área de atuação de cada diretor<sup>9</sup>. Diante disso, a mera alegação de fazer parte de uma diretoria (técnica) nada esclarece sobre o não conhecimento de determinado fato social que, por sua relevância para os negócios da companhia, a legislação estabeleceu ser de ciência dos administradores.

18. Ademais, destaca-se a importância da diretoria ocupada por Astério Safatle, pois a Agra era uma companhia de engenharia cuja principal atividade operacional consistia na construção de imóveis para a venda, conforme consta de seu estatuto social.

19. Deste modo, o acusado era responsável por dirigir a atividade-chave da Companhia, liderando o planejamento e a execução dos projetos de construção de imóveis, gerenciando os custos das obras e as margens de lucro. Tais informações são destacadamente importantes quando está em curso processo de incorporação que buscava justamente explorar sinergias operacionais, como era a intenção da Cyrela ao decidir reunir suas atividades com as da Agra.

20. Diante disso, embora não seja possível determinar em que momento Astério Safatle tomou conhecimento do assunto, difícil cogitar que o acusado somente tenha tido ciência da incorporação uma semana antes da divulgação pela Companhia, como quer fazer parecer a defesa, notadamente porque o assunto começou a ser discutido na Agra dois meses antes.

21. Em outras palavras, não é crível que um processo complexo como a incorporação da Agra pela Cyrela, operação societária composta por etapas envolvendo acionistas e executivos de ambas as companhias, com a sucessão de diversas reuniões, inclusive com a presença de assessores externos, conforme consta das respostas encaminhadas pelas companhias a esta

---

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson. “A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188”. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pg. 299.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM, passe despercebido por um dos principais executivos da sociedade incorporada até praticamente a véspera da divulgação do aviso de fato relevante.

22. A par da tenuidade da tese de defesa, verifica-se que a Acusação reuniu provas de que Astério Safatle teve participação nas negociações que culminaram com a assinatura do memorando de incorporação. De acordo com declaração prestada pela Agra, as tratativas sobre a incorporação da Companhia iniciaram-se em meados de abril de 2008, tendo Astério Safatle participado das reuniões de negociação do memorando (fls. 29). A própria Companhia faz clara distinção entre as pessoas que participaram diretamente das negociações do memorando de incorporação daquelas que apenas tiveram ciência do assunto antes da divulgação do fato relevante, colocando Astério Safatle no rol de pessoas que participaram das reuniões de negociação.

23. Além disso, há nos autos declaração do próprio Astério Safatle, na qualidade de acionista signatário do acordo de acionistas, na qual ele afirma que M.A.C., acionista também vinculado pelo mesmo acordo, não teria participado das decisões relativas à condução das atividades sociais da Agra e de qualquer reunião relacionada à operação de incorporação, tendo “*ocupado posição passiva no bloco de controle da Agra*” (fls. 154-155).

24. A declaração firmada por Astério Safatle em conjunto com outros acionistas do grupo de controle demonstra o protagonismo deles no processo de tomada de decisão da Companhia e contém informações que somente alguém diretamente envolvido na direção dos negócios sociais poderia prestar.

25. Diante disso, a alegação de que não teria participado das discussões sobre a incorporação, manifestada já na fase de defesa, não tem o condão de invalidar ou mesmo enfraquecer as declarações prestadas pela Agra e pelo próprio Astério Safatle na fase prévia à instauração do presente processo sancionador, emitidas pouco tempo depois dos fatos.

26. Com relação à alegação de que teria negociado parcela de apenas 4,1% do total de ações possuídas, no montante de R\$95 mil, deve-se registrar que o acusado não alienou uma parcela reduzida do total de suas ações, hipótese em que tal argumentação possui maior poder de convencimento, mas adquiriu novas ações, com o aporte de recursos. Além disso, o valor da compra não é irrisório, como quer fazer parecer a defesa, nem suficiente, dadas as demais circunstâncias do presente caso, para afastar a comprovação de que Astério Safatle negociou de posse de informação relevante não divulgada ao mercado.

27. A prevalecer a tese da defesa, Astério Safatle poderia negociar livremente ações da Companhia, ainda que ciente da existência de informação sigilosa pendente de divulgação, desde que a negociação não envolvesse valor superior a R\$95mil, o que claramente violaria os objetivos da norma e esvaziaria os esforços que vêm sendo empenhados por esta CVM no sentido de coibir esse tipo de conduta.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

28. Como visto, a legislação proíbe o uso de informação privilegiada, independentemente do montante negociado e do lucro ao final obtido, entendimento refletido em diversos julgados da CVM<sup>10</sup>.

29. Não se está afirmando, com isso, que o valor da operação não possa ser útil para medir a intenção do agente. Na realidade, o que se afirma com convicção é que a quantidade negociada não pode ser considerada, por si só, uma excludente de ilicitude<sup>11</sup> da prática de *insider trading*, especialmente quando quem a pratica é alguém de dentro da companhia.

30. Melhor sorte não merece a alegação de que o acusado não se desfez das ações logo após a divulgação do fato relevante, mantendo sua posição mesmo ciente da premente rescisão do memorando de incorporação, pois, a intenção declarada de Astério Safatle era aumentar sua participação em Agra e não o contrário.

31. Além disso, não há como considerar em conjunto duas situações fáticas distintas, com circunstâncias também diferentes. O fato de Astério Safatle não ter feito uso da informação privilegiada antes da divulgação da rescisão do acordo de incorporação não é capaz de compensar a responsabilidade do acusado pelo ato irregular de *insider trading* praticado meses antes, quando o referido acordo foi anunciado.

32. Como acionista e administrador da Companhia, o acusado conhecia os benefícios e sinergias que adviriam com a incorporação da Agra pela Cyrela, tendo decidido aumentar sua participação quando lhe pareceu mais favorável, na posse de informação relevante não divulgada ao mercado, aproveitando-se disso para atingir seu objetivo.

33. Por tais razões, as alegações da defesa não são suficientes para afastar os elementos de prova trazidos pela Acusação de que a atuação de Astério Safatle foi consciente e visou à obtenção de vantagem indevida ao negociar com ações da Agra, antes da divulgação da assinatura do memorando de incorporação.

## II – DA ACUSAÇÃO CONTRA DIDIER KLOTZ

34. Acompanho as conclusões do Relator no sentido de que Didier Klotz vendeu 100.000 ações de emissão da Agra no dia 30 de julho mediante o uso de informação privilegiada. No entanto, gostaria de fazer algumas considerações adicionais ao bem elaborado voto do Relator.

---

<sup>10</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/04, julgado em 20.05.07; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2003/5677, julgado em 28.01.05; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 17/02, julgado em 25.10.05 e Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/03, julgado em 14.09.05.

<sup>11</sup> Ver neste particular, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2003/5669, julgado em 11.06.06, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/04, julgado em 20.06.07, e Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/13047, julgado em 04.11.14.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

35. A primeira diz respeito ao entendimento de que a divulgação do fato relevante sobre a assinatura do memorando de incorporação não teria sido suficiente para cessar a proibição à negociação dos administradores e a acusação de violação ao período vedado.

36. De acordo com a interpretação dada ao inciso I do §3º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, somente com a divulgação dos termos definitivos da incorporação, o período de vedação a que se refere o dispositivo teria se encerrado, vez que a Companhia permaneceria com a intenção de promover a incorporação.

37. Como visto, o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, criou regime de presunções para materializar o sistema de produção de prova relativo ao uso indevido de informação privilegiada pelos administradores das companhias abertas. Entre seus regramentos está o inciso I do §3º a seguir reproduzido:

*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, 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; [grifou-se]*

38. Depreende-se da leitura do dispositivo que, quando uma companhia tiver a intenção de promover incorporação, cisão ou fusão, presume-se que seus administradores estão dela cientes e, caso tenham negociado com ações, que a utilizaram com o intuito de obter vantagem indevida dos demais investidores.

39. Essa regra decorre da alta probabilidade de uma reorganização societária influenciar a decisão dos investidores em negociar com ações da companhia, da necessidade de manter as negociações relacionadas à operação em sigilo e da dificuldade de o regulador saber o momento exato a partir do qual a negociação objeto da reorganização societária tem concretude suficiente para ser considerada informação relevante.

40. Além de estabelecer a aferição de determinado fato pela via dedutiva, a regra busca definir com maior precisão o termo inicial a partir do qual a negociação com ações pelo administrador pode ter sido motivada pela ciência de informação privilegiada. E da mesma maneira que define o termo inicial da hipótese de negociação suspeita de *insider trading*, a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ICVM nº 358/02 estabelece o seu termo final ao fixar que ela deixará de existir “*tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado*”, no forma do §5º do art. 13<sup>12</sup>.

41. Os dispositivos buscam trazer maior clareza sobre os períodos em que as negociações com ações pelos administradores são consideradas altamente suspeitas, facilitando, de um lado, a compreensão pelos regulados sobre quais condutas serão objeto de minuciosa supervisão e, de outro, os trabalhos do regulador, que pode concentrar seus esforços de fiscalização nos momentos mais propensos à prática de *insider trading*.

42. Deste modo, não é possível, embora imbuído do melhor esforço de interpretação, alcançar a conclusão de que o §5º do art. 13 “*apenas se aplica aos casos em que o fato relevante já esgota, em bases preponderantemente seguras e definitivas, uma determinada questão*”.

43. Neste sentido, cabe registrar que a vedação do inciso I faz jus à realidade ínsita à reorganização societária, que é constituída por marcos relevante, cuja divulgação por meio de aviso de fato relevante é mandatória, e outras etapas meramente procedimentais, que, a depender das circunstâncias, podem demorar meses. Assim, caso fosse adotada interpretação diversa, o período de proibição de negociação pelos administradores seria alargado em demasia sem o correspondente benefício de coibir a prática de *insider trading*, objetivo almejado pela regulação da matéria.

44. Além disso, tal interpretação afasta a premissa em que se funda o regime de divulgação obrigatória de informações das companhias abertas, segundo o qual a divulgação de fato relevante reduz a situação de vulnerabilidade do investidor em relação à companhia emissora, colocando-o em igualdade de condições quanto à ciência das informações necessárias para uma decisão consciente de investimento<sup>13</sup>.

45. Diante disso, com a publicação do aviso de fato relevante da assinatura do memorando de incorporação da Agra pela Cyrela, segundo o qual restou consignado o interesse da companhia em realizar a operação societária, deixou de incidir a regra contida no inciso I, §3º, do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

46. Neste ponto, é preciso deixar claro que, não obstante a divulgação oficial, poderia subsistir assimetria informacional entre a administração e o mercado caso alguma informação relevante sobre o memorando de incorporação não tivesse sido adequadamente divulgado. No entanto, a regra aplicável não seria a do inciso I, mas a regra geral contida no *caput* do art. 13.

---

<sup>12</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.

<sup>13</sup> PITTA, André Grünspun. “*O Regime de Informação das Companhias Abertas*”. São Paulo: ed. Quartier Latin, 2013, pg. 89-94.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

47. Do mesmo modo, a regra estabelecida no *caput* do art. 13 seria aplicável na hipótese do surgimento de assimetria informacional relevante decorrente da alteração da evolução do processo de incorporação estabelecido no memorando, como se deu no presente caso.

48. O aviso de fato relevante de 22.06.2008 trouxe para os investidores informações acerca da assinatura de memorando de incorporação com as condições gerais do negócio, das quais se destaca, pela relevância para o investidor, a relação de troca das ações: uma ação da Agra para 0,425 ação da Cyrela. Também informou que a incorporação estava sujeita a realização de auditoria legal e contábil na Agra pela Cyrela (“*due diligence*”) e a aprovação pela assembleia geral de cada companhia (fls. 08).

49. Com a referida divulgação, o investidor ficou ciente da realização da incorporação da Agra pela Cyrela e do montante de ações que receberia ao final da operação de incorporação, informações indispensáveis para tomar uma decisão racional de investimento.

50. Ocorre que, diferentemente do previsto no memorando de incorporação, a conclusão da *due diligence* pela Cyrela, com a conseqüente assinatura do protocolo de incorporação, não foi realizada até 31 de julho de 2008 (fls. 1449-1453), pois, segundo a defesa, a Cyrela teria solicitado a ampliação do escopo da *due diligence*. Tal atraso indicava que os atos necessários à assinatura do protocolo de incorporação não estavam transcorrendo conforme estabelecido no memorando, a revelar dificuldade na conclusão da operação.

51. Por mais surpreendente que possa parecer, tais fatos não foram tornados públicos pelos administradores, que passaram a dispor de informações sobre a dificuldade no fechamento da incorporação, enquanto os investidores sequer desconfiavam que havia entraves para a conclusão da operação. Nota-se, portanto, que os administradores possuíam melhores informações quanto ao fechamento da operação do que os demais investidores, situação em que a legislação entendeu por bem criar mecanismo de proteção aos investidores consistente na proibição da negociação com ações pelas pessoas ligadas à companhia emissora.

52. No entanto, Didier Klotz vendeu 100.000 ações de emissão da Agra no dia 30 de julho, véspera da data estabelecida para o fechamento da operação de incorporação.

53. Diante disso, devem ser, desde logo, afastados os argumentos de que o acusado desconhecia o atraso quando negociou, não somente porque há presunção neste sentido, mas também porque é inverossímil que o presidente do conselho de administração e acionista integrante do acordo de acionistas não estivesse discutindo, caso a *due diligence* tivesse sido realizada, a elaboração dos termos e condições do protocolo e justificativa da incorporação na véspera da data final estabelecida no memorando para assinatura.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

54. A despeito de terem sido praticados atos posteriores a 31 de julho dando continuidade ao processo de incorporação, o que no sentir da defesa mostraria a impossibilidade de o acusado cogitar a rescisão do memorando de incorporação no momento de sua negociação, certo é que a dificuldade em chegar aos termos finais da operação em razão da ampliação do escopo da *due diligence*, com o conseqüente atraso no fechamento da operação, revestia-se de relevância suficiente a merecer divulgação pela Companhia, na forma da regulamentação da matéria.

55. Ao optar por manter tal informação em sigilo, a administração da Companhia colocou-se em posição de superioridade informacional em relação aos investidores, o que impedia seus administradores de negociar com ações emitidas pela Companhia. Esse impedimento, contudo, não orientou o comportamento do acusado.

56. Melhor sorte não merece o argumento de que Didier Klotz teria emitido ordem de venda para ser executada quando a cotação das ações da Agra atingisse valor superior à relação de troca prevista no memorando de incorporação.

57. Primeiro porque o acusado não fez prova do quanto alega. Segundo porque parece, no mínimo, inapropriado o presidente do conselho de administração, conhecedor dos cuidados e cautelas exigidos tanto das companhias abertas quanto de seus executivos em relação à negociação com ações, adotar estratégia de arbitragem de volatilidade do prêmio da incorporação da qual participava dos principais atos (fls. 1.458-1.459), justamente no período relativo ao fechamento da operação.

58. Adicionalmente, o comportamento do acusado de vender as ações antes e recomprá-las logo após a divulgação do fato relevante é a demonstração objetiva que permite inferir o seu intuito de obter vantagem indevida do descompasso informacional sobre o fechamento da incorporação, a demonstrar que a explicação dada foi uma clara tentativa de ocultar a verdadeira justificativa para a venda realizada.

59. Diante dos fatos e das circunstâncias do caso concreto, restou comprovado que Didier Klotz negociou com ações de emissão da Agra no dia 30 de julho de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em infração ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002.

60. O segundo comentário que gostaria de fazer refere-se à conclusão de que Didier Klotz negociou dentro do prazo de quinze dias anteriores à publicação de informações financeiras trimestrais (“ITR”), portanto, em violação ao disposto no art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/02.

61. Consoante o Colegiado da CVM vem tratando o tema, o §4º do art. 13 não estabelece uma vedação autônoma, na qual uma negociação neste período representa, por si só, infração



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

diversa do uso indevido de informação privilegiada<sup>14</sup>. Neste sentido, cabe trazer à colação excerto do recente voto do Diretor Gustavo Gonzalez, proferido no âmbito do PAS CVM nº RJ 2015/13561, julgado em 20.02.2018:

*Já a questão de direito se refere à correta interpretação do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002. Sobre esse ponto, parece-me claro que não existe uma vedação absoluta de negociação nos períodos mencionados no referido dispositivo. Ao contrário, as hipóteses previstas no artigo 13 constituem apenas presunções relativas, em que a acusação pode presumir, conforme o caso, (i) a existência de informação privilegiada, (ii) sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, (iii) a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida.*

62. Deste modo, o § 4º do art. 13 estabelece para os *insiders* primários presunções quanto à existência e relevância das informações trimestrais e anuais quinze dias antes de sua correspondente divulgação, de sorte que se o administrador da companhia negociar neste período presume-se, em consonância com o *caput* do art. 13, a existência e relevância da informação financeira, o conhecimento dela pelo administrador e o seu uso indevido na negociação com ações.

63. Diante disso, não vejo como prosperar a acusação de infração ao §4º do art. 13 na forma como proposta pela Acusação, pois ela tratou o dispositivo justamente com se fosse uma infração autônoma, conforme se verifica da leitura do relatório da Acusação a seguir reproduzido:

*Importante notar, ainda, que não bastasse a pendência de informações relevantes sobre a evolução das negociações em curso, havia também vedação de negociação, já no dia 30.07.2008, em razão da disposição contida no §4º do art.13 da Instrução CVM n.º 358/2002. Com efeito, nos 15 dias anteriores à publicação de ITR é vedada a negociação com ações de emissão da Companhia por parte de seus administradores. **Considerando que a publicação do ITR ocorreu em 14.08.2008, já a partir do dia 30.07.2008 haveria impossibilidade objetiva de operar com ações de emissão da Agra.** Dessa forma, a operação de venda de ações realizada por Didier no dia 30.07.2008 também violou a vedação contida no §4º do art.13, da Instrução CVM n.º 358/02. Assim sendo, Didier Maurice Klotz operou em período vedado, enquanto pendente intenção de incorporação de Agra por Cyrela e dentro do prazo de 15 dias anteriores à publicação do ITR, o que lhe garantiu lucro no valor de R\$ 815 mil, em violação ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c caput, §3º, I, e § 4º do art.13 da Instrução CVM n.º 358/02.*

---

<sup>14</sup> A esse respeito, cabe mencionar a manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa, proferida nos autos do PAS CVM nº RJ 2015/13651, julgado em 19.06.2018, na qual, embora reconheça a interpretação do art. 13, § 4º, como extensão das presunções aplicáveis ao art. 13, conclui ser conveniente e oportuna revisão da Instrução CVM nº 358/02 para tornar o §4º vedação autônoma.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

64. Nota-se, assim, que a Acusação não examinou o conteúdo das informações trimestrais e o potencial efeito dele no comportamento de Didier Klotz, ou seja, não verificou se ali havia informação financeira indicando a piora nas perspectivas de resultado da Companhia, a justificar o possível uso de tal informação na venda das ações. Em outras palavras, o elemento subjetivo da conduta supostamente ilícita não restou demonstrado, pois a Acusação não logrou comprovar que Didier Klotz realizou a venda de ações em razão de informação contida nas ITR.

65. De toda forma, concluo que as provas dos autos demonstram que a operação de venda de ações realizada por Didier em 30.07.2008 teve por finalidade aproveitar-se da assimetria informacional decorrente da dificuldade do fechamento da operação de incorporação, conforme já examinado.

### III – DA ACUSAÇÃO CONTRA DIEGO ARRUDA

66. Com relação à proposta de condenação de Diego Arruda, acompanho o Relator quanto aos fundamentos expostos em seu voto, mas gostaria de registrar minha divergência quanto à dosimetria da pena aplicada ao acusado.

67. Antes, porém, de manifestar minha divergência, cabe registrar que a SPS conseguiu reunir sérios e convergentes indícios de que Diego Arruda negociou ações de emissão da Agra de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, prova indiciária que a defesa não logrou êxito descaracterizar.

68. Com efeito, as circunstâncias em que transcorreram as negociações, o padrão atípico de negociação, com a utilização de instrumento de alavancagem financeira, o *timing* das operações com o momento da divulgação do fato relevante e a utilização do nome de sua mãe para esconder a real titularidade das operações, são elementos suficientes para comprovar a reprobabilidade da conduta de Diego Arruda.

69. Além disso, a Acusação apurou o possível caminho percorrido pela informação privilegiada até o acusado ao revelar o relacionamento existente entre Diego Arruda e C.V.K., filho do presidente do conselho de administração da Agra, à época dos fatos, Didier Klotz. Neste sentido, o próprio Diego Arruda declarou ter conhecido C.V.K. em 2005, quando passou a manter com ele relação pessoal e profissional, com contatos mensais para tratar de assuntos relacionados ao mercado de capitais até se tornarem sócios em 2011 de uma gestora de recursos de terceiros<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> “Perguntado se conhece [C.V.K.], respondeu que é, atualmente, seu sócio; que o conheceu em um evento de mercado, por volta de 2005 ou 2006; que as corretoras e bancos realizam eventos para que o mercado se comunique; que em um desses eventos conheceu [C.V.K.]; que manteve com ele relacionamento profissional até virarem sócios; que se encontravam em eventos, se falavam por telefone, assim como fazia com outras pessoas do mercado; que o contato era mensal; que nesses contatos tratavam de questões ligadas ao mercado;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

70. E, embora a identificação do informante não seja necessária para a configuração da prática de *insider trading*, como bem destacou o Relator, a existência de um fluxo de informações entre o acusado e o filho do administrador da Agra é mais um indício que somado aos demais leva à conclusão que Diego Arruda negociou ações de emissão da Agra de posse de informação privilegiada.

71. Quanto ao critério adotado na aplicação das penalidades, entendo ser indispensável fazer distinção da gravidade da conduta praticada pelo agente que faz uso da informação privilegiada mediante violação do dever de sigilo dos demais.

72. Como se sabe, o legislador estabeleceu na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a inclusão promovida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, o grau de importância dos valores e bens jurídicos tutelados relacionados ao mercado de capitais ao criminalizar a manipulação do mercado, o uso indevido de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Sobre a prática de *insider trading*, o legislador inseriu como sujeito passivo do ilícito penal apenas os agentes que têm o dever de guardar sigilo da informação relevante ainda não divulgada.

73. Com o advento da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que alterou dispositivos da Lei nº 6.385/76, o legislador inovou ao acrescentar no rol de crimes contra o mercado de capitais o *insider trading* secundário, ou seja, aquele praticado por quem não tem o dever de manter sigilo.

74. A partir da entrada em vigor da referida lei, independentemente de ter ou não referida obrigação, a pessoa que faz uso de informação relevante ainda não divulgada na negociação com ações comete crime sujeito à pena de reclusão, de um a cinco anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida.

75. Apesar da importante alteração legislativa, o novel dispositivo conservou a distinção da gravidade da conduta do *insider* primário em relação ao *insider* secundário ao estabelecer causa de aumento de pena no montante de 1/3 para aquele que comete o crime valendo-se de informação relevante da qual deva manter sigilo. A toda evidência, a causa de aumento de pena demonstra que o crime praticado pelos administradores (e acionistas controladores) continua sendo considerado mais gravoso.

---

que [C.V.K.] fazia parte de seu network; que entende ser saudável essa interação; que não tratou sobre Agra com ele; que não sabe precisar, porém acha que [C.V.K.] trabalhou com Jorge Paulo Lemo, na 3G ou na Pollux Capital; que ao virar gestor do fundo CSHG equity hedge (antigo CSHG strategy long and short), em 2010, fez um roadshow pra captação de recursos, quando então conheceu Marcelo Grisi, que é seu sócio atualmente; que Marcelo Grisi o chamou para abrir um negócio, pois tinha interesse em gerir recursos; que a ideia lhe chamou a atenção e achou que era o momento de arriscar; que Marcelo informou que já havia convidado [C.V.K.] para participar dessa sociedade.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

76. Por tal razão, e em linha com precedentes deste Colegiado, nos quais as penas aplicadas aos *insiders* primários são mais elevadas em relação aos *insiders* secundários por envolver a quebra de uma relação de fidúcia, entendo que, para conferir a devida proporcionalidade às infrações, tal diferença deva ser refletida na aplicação das penalidades aos acusados.

77. Feita essa consideração, e ainda em respeito ao princípio da individualização da pena, a seguir serão consideradas outras circunstâncias pessoais dos acusados, de modo a conferir a devida proporcionalidade às penalidades aplicadas.

#### IV - DA DOSIMETRIA DA PENA

78. Neste ponto, cabe destacar a gravidade em abstrato do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, que é seguramente um dos mais nocivos ao funcionamento regular do mercado de capitais, pois macula a credibilidade que deve existir sobre a formação justa do preço das ações das companhias de capital aberto.

79. Como já tive a oportunidade de me manifestar<sup>16</sup>, a CVM está bastante atenta para os desvios de conduta relacionados à utilização de informação sigilosa ainda não divulgada, os quais serão investigados e punidos com rigor, de forma a desestimular tal prática.

80. No tocante à gravidade das condutas apuradas, as penas de multa a serem aplicadas a Astério Safatle e Didier Klotz levarão em consideração, de um lado, o grau de reprovabilidade da conduta, notadamente por envolver a quebra do dever de fidúcia, e o montante da vantagem obtida e, de outro, a primariedade deles.

81. Em relação a Diego Arruda, devem ser considerados, de um lado, o grau de reprovabilidade da conduta e o montante da vantagem obtida e, de outro, a primariedade.

82. Por tudo que foi exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, c/c o § 1º da Lei nº 6.385, de 1976, voto nos seguintes termos:

- a) 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, seiscentos 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 §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM n.º 358/02.
- b) pela **condenação** de Astério Vaz Safatle, na qualidade de diretor da Agra, à **penalidade de R\$300.000,00 (trezentos mil reais)**<sup>17</sup>, por negociar com

<sup>16</sup> PAS CVM nº RJ 25/2010, julgado em 04.07.2017.

<sup>17</sup> De acordo como o Relator, o ganho potencial obtido por Astério Safatle foi de R\$ 7.200,00 (fls. 3.255).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

informação relevante não divulgada ao mercado, em violação ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM n.º 358/02.

- c) pela **condenação** de **Diego Soares de Arruda** à **penalidade de R\$1.266.255,51 (um milhão, duzentos e sessenta e seis mil, duzentos e cinquenta e cinco e cinquenta e um centavos)**, equivalente a uma vez e meia o benefício de R\$844.170,34 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 §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/02.
- d) Pela **absolvição** de **Carlos Augusto Curiati Bueno, Marcelo Macedo Távora de Castro e Antonio Grisi Neto** das acusações que lhes foram imputadas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 07 de agosto de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR