



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 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

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Este processo analisa o suposto uso de informações privilegiadas referentes à celebração e posterior rescisão de acordo de incorporação da Agra¹ pela Cyrela. Foram acusados diversos participantes do mercado, incluindo administradores da Agra.
2. As tratativas desenrolaram-se ao longo de meses. Em 22.06.2008, as Companhias divulgaram fato relevante noticiando a celebração de um memorando de

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

entendimentos regulando a integração das suas atividades. Esse primeiro comunicado já continha os principais termos da operação, inclusive a relação de substituição, mas ressaltava que a conclusão do negócio estava sujeita à implementação de algumas condições.

3. Os autos contêm farto material demonstrando que as Companhias praticaram uma série de atos buscando dar andamento ao negócio após a divulgação desse primeiro fato relevante. No entanto, em 05.10.2008, Agra e Cyrela divulgaram um segundo fato relevante, por meio do qual participaram ao mercado que, “exclusivamente devido à impossibilidade de compatibilização dos compromissos assumidos pelas Companhias perante seus respectivos parceiros, no que tange à exclusividade de atuação conjunta com tais parceiros em certas regiões do País, as Companhias houveram por bem celebrar, nesta data, Termo de Rescisão do Memorando”.

4. Eu acompanho o voto do Diretor Relator quanto às absolvições de Antonio Grisi Neto, Astério Vaz Safatle, Carlos Augusto Curiati Bueno e Marcelo Macedo Távora de Castro. Também em linha com os que me antecederam, voto pela condenação de Diego Soares Arruda, subscrevendo integralmente nesse ponto as considerações do Diretor Henrique Machado em seu bem lançado voto.

5. Divirjo, todavia, no tocante à condenação de Didier Maurice Klotz, acusado por alienar ações da Agra em 30.07.2008, ou seja, quando a operação já era pública. À época, Didier era presidente do conselho de administração da Agra e signatário do seu acordo de acionistas, tendo a acusação concluído que ele, no momento em que alienou ações, possuía informações mais detalhadas acerca da evolução das tratativas relativas à operação, que indicavam uma maior probabilidade dela vir a ser desfeita. Por tal motivo, Didier Klotz foi acusado de ter violado o disposto no artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, caput e §§3º e 4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

II. SUPOSTA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

II.1. REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A CONFIGURAÇÃO DO *INSIDER TRADING*

6. A caracterização do *insider trading* requer a presença de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

obter vantagem indevida.

7. Os dois principais argumentos da defesa de Didier Klotz buscam atacar o primeiro e o terceiro elemento. Em primeiro lugar, a defesa argumenta que não existia nenhuma informação privilegiada referente à operação no momento em que Didier Klotz alienou as ações. Em paralelo, alega que a venda realizada em 30.07.2008 decorreu de uma ordem dirigida pelo acusado ao seu corretor após o anúncio da operação. Logo, não haveria qualquer nexo de causalidade entre a posse de qualquer informação privilegiada que, porventura, houvesse surgido e a decisão do defendente de alienar parte das ações que detinha. Por conseguinte, não se pode concluir que Didier Klotz “se valeu” ou “utilizou” qualquer informação privilegiada na sua decisão de investimento, o que fulminaria a acusação de *insider trading*.

II.2. NEGOCIAÇÕES NO PERÍODO ANTERIOR À DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS: A REGRA DO ARTIGO 13, §4º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002

8. A área técnica também acusa Didier Klotz por ter negociado ações da Agra dentro do prazo de 15 dias anteriores à publicação do ITR, em suposta violação ao §4º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002². A defesa, nesse ponto, questiona a forma pela qual a acusação contou o prazo previsto na norma regulamentar. As razões que me levam a afastar essa acusação são, contudo, de natureza diferente.

9. Embora a literalidade do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 pareça indicar que as hipóteses ali previstas são verdadeiras vedações à negociação, há muito prevalece o entendimento de que se tratam, apenas, de presunções relativas, que visam a facilitar a persecução do *insider trading*³⁻⁴.

² 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.

³ Sobre o assunto, cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

⁴ Especificamente no tocante ao §4º do artigo 13, vide, p. ex., Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1020, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 12.09.2017; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13047, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. 04.11.2014; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 20.02.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

10. Para ser mais preciso, a maioria dos parágrafos do citado dispositivo parece congrega presunções distintas⁵. No caso do §4º, parece-me que a regra deve, para fins de interpretação, ser decomposta em quatro presunções. As duas primeiras se referem à relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras trimestrais e anuais. Em primeiro lugar, é estabelecida a presunção de que tais documentos contêm informações relevantes. Embora se trate de presunção relativa, verifica-se que a CVM é bastante restritiva na análise dos argumentos que visam a afastar a relevância das demonstrações financeiras⁶.

11. Em segundo lugar, a de que tais informações já seriam suficientemente maduras 15 (quinze) dias antes de sua divulgação. A preparação das demonstrações corresponde a todo um processo cujos estágios iniciais talvez ainda não demonstrem informação relevante alguma. Contudo, isso não exclui a possibilidade de seu produto final conter efetivamente informações dessa natureza. De outro modo, aqueles cuja função na companhia aberta é (ou envolve) acompanhar continuamente os números financeiros sempre estariam de posse de informação privilegiada.

12. Indo adiante, a terceira presunção do §4º é a de que as pessoas indicadas na primeira parte do *caput* do artigo 13⁷ teriam tido acesso a tais informações 15 dias antes da divulgação das demonstrações financeiras.

13. A quarta e última presunção está implícita e decorre da interpretação sistemática do artigo. Trata-se da presunção de que a pessoa que negocia após ter acesso à demonstração financeira e antes da divulgação desse documento o faz se utilizando da informação privilegiada ali contida. Em resumo, o artigo 13, §4º, congrega uma presunção de acesso, a presunção de uso e duas presunções de relevância⁸.

14. As presunções do §4º buscam facilitar a repressão do uso de informação

⁵ Em artigo recentemente publicado, busquei decompor o conteúdo de cada uma das regras de presunção da Instrução CVM nº 358/2002. Cf. O Regime de Presunções da Instrução CVM nº 358/2002: Análise Crítica. In: YARSHELL, Flávio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo Societário: Volume III*, São Paulo: Quartier Latin, 2018.

⁶ Como demonstram os precedentes citados na nota 4 acima.

⁷ A própria companhia aberta, seus 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.

⁸ Cf. “O Regime de Presunções (...)”, pp. 267-269.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

privilegiada relativa a informações constantes das demonstrações financeiras. No caso concreto, todavia, a acusação limita-se a assinalar que Didier Klotz alienou ações dentro do prazo de 15 dias anteriores à publicação das informações trimestrais (ITR), embora toda a sua narrativa seja baseada na evolução das tratativas referentes à incorporação da Agra pela Cyrela.

15. Conquanto as quatro presunções do §4º sejam, a princípio, suficientes para embasar uma acusação de *insider trading* quando alguma das pessoas referidas no *caput* do artigo 13 negociar nos quinze dias anteriores à divulgação do referido documento, parece-me razoável que tais presunções, bastante sérias, somente sejam utilizadas quando a área técnica, ao fim da sua análise, concluir ter havido uso de informação privilegiada relativa às demonstrações financeiras. Não foi isso, contudo, o que aconteceu no caso em tela. Ao contrário, a acusação de violação ao artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 parece ter sido construída com base no equivocado pressuposto de que as negociações nos chamados “períodos vedados” consistiriam em uma violação objetiva à norma, interpretação que, como já ressaltado, há anos é reiteradamente rejeitada pelo Colegiado.

16. Conforme já expus em outras oportunidades⁹, penso que existem bons argumentos para se instituir uma proibição autônoma¹⁰, isto é, dissociada do *insider trading*¹¹, para negociações feitas no período que antecede à divulgação das

⁹ Cf. p. ex. o voto que proferi no julgamento do já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13651.

¹⁰ A proposta está em linha com a prática de outras jurisdições, inclusive com o Regulamento de Abuso de Mercado europeu (Regulamento (UE) nº 596/2014). Segundo o item 11 do artigo 19 do referido Regulamento, “um dirigente de um emitente não deve efetuar qualquer operação por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, relacionada com as ações ou os instrumentos de dívida do emitente ou com os derivados ou outros instrumentos financeiros com eles relacionados durante um período de negociação limitada de 30 dias de calendário antes do anúncio de um relatório financeiro intercalar ou de um relatório anual”.

¹¹ Naturalmente, a instituição da vedação objetiva não afasta a incidência da regra geral de *insider trading*, desde que comprovados os elementos do tipo. Como atesta Helena Bolina, “as normas do abuso de informação não deixam de ser aplicáveis, pelo que a infração de abuso de informação sempre se verificará naquelas situações em que, detendo informação privilegiada, o dirigente transaciona e, neste caso, independentemente da definição de qualquer período. Isto significa que, o facto de o dirigente transacionar fora do período fechado (a 31 ou 32 dias da divulgação das contas, por exemplo) exime-o da aplicação desta disposição, mas não das normas relativas ao abuso de informação: em todas as situações em que verifiquem os respectivos pressupostos, as normas que proíbem o abuso de informação serão aplicáveis”. BOLINA, Helena Magalhães. “A Revisão das Diretivas do Abuso de Mercado: novo âmbito,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

demonstrações financeiras, e acredito que estejamos efetivamente caminhando nessa direção. No entanto, não é esse o conteúdo da norma vigente, razão pela qual voto pela absolvição de Didier Klotz da acusação de infração ao artigo 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

II.3. ALEGADA AUSÊNCIA DE NEXO CAUSAL ENTRE A POSSE DE (EVENTUAL) INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E A DECISÃO DE NEGOCIAR AÇÕES DA AGRA

17. Passo então ao exame da acusação de *insider trading*, começando pelo argumento de que Didier teria instruído a corretora por meio da qual operava a vender parte de sua posição em Agra caso a cotação do papel atingisse um patamar que refletisse integralmente o prêmio previsto na incorporação. Por tal motivo, alega a defesa, o ilícito não poderia ser caracterizado ainda que existisse informação privilegiada em 30.07.2008, uma vez que o acusado não teria se valido dessa suposta assimetria informacional em seu negócio.

18. Embora o argumento possa, em tese, fulminar uma acusação de *insider trading*, ele não me convence no presente caso concreto, uma vez que não foi corroborado por qualquer evidência.

19. Não ignoro que os fatos se passaram antes da edição da Instrução CVM nº 568/2015, que promoveu aperfeiçoamentos substanciais em nossa regulação acerca da matéria, distinguindo as políticas de negociação dos planos individuais de investimento e criando um regime bastante rigoroso para esses últimos¹². Reconheço, ainda, que quatro anos tenham se passado entre a data da operação em análise e aquela em que a CVM solicitou informações ao defendente. Não obstante, parece-me claro que, mesmo na vigência da redação original do §7º do artigo 13, mecanismos que buscavam conferir segurança para a realização de operações que, de outra forma, poderiam ser consideradas suspeitas ou mesmos ilegais, precisavam ser cuidadosamente estruturados

o mesmo regime”. In: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários: ensaios de homenagem a Amadeu Ferreira*, vol. II, p. 23.

¹² Tive a oportunidade de analisar a evolução das nossas defesas em artigo intitulado “Planos de Investimento (*Trading Plans*)”. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, vol. V. São Paulo: Almedina, 2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

e documentados¹³. Caso contrário, estar-se-ia criando um perigoso precedente, indicando que acusações de *insider trading* poderiam ser afastadas pelo simples fato de o acusado alegar, sem qualquer evidência documental, que sua decisão de investimento antecedeu o momento em que tomou ciência da informação privilegiada.

II.4. INEXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

20. Em paralelo, a defesa argumenta que não existia informação privilegiada alguma referente à operação no momento em que Didier Klotz alienou as ações. No meu sentir, esse segundo argumento da defesa merece melhor sorte que o anterior e torna impositiva a absolvição do acusado.

21. Pelos motivos expostos a seguir, creio que os desdobramentos havidos entre o fato relevante de 22.02.2008 e a negociação realizada pelo acusado não caracterizam nova informação relevante, sem a qual não pode prosperar uma acusação de *insider trading*.

II.4.1. O CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE E SUA FUNÇÃO NO REGIME DO *FULL DISCLOSURE*

22. O conceito de informação relevante é a pedra angular dos regimes de regulação dos mercados de valores mobiliários baseados no princípio do *full and fair disclosure*¹⁴. É ele que torna racional e operacionalizável o dever de prestação de informações, evitando tanto a escassez quanto a sobrecarga de informações¹⁵⁻¹⁶.

¹³ Em 24.04.2018, o Colegiado analisou a questão dos períodos de vedação e defesas afirmativas no Processo CVM nº 19957.009291/2017-87, do qual fui relator.

¹⁴ De acordo com o *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission* de 1977, mencionado por Roberta Karmel em seu clássico *Regulation by Prosecution: "The concept of materiality is the cornerstone of the disclosure system established by the federal securities laws. It serves a variety of functions, operating both as a principle for inclusion and exclusion of information in investor oriented disclosure documents and as a standard for determining whether a communication (filed or otherwise) omits or misstates a fact of sufficient significance that legal consequences should result"*. Apud: KARMEL, Roberta S. *Regulation by Prosecution: the Securities & Exchange Commission versus Corporate America*. Nova York: Simon and Schuster, 1982, p. 231.

¹⁵ Segundo Alan R. Palmiter: *"When insufficient information is available in securities markets, investors shy from investing – and the markets wither. But when too much information is required and disclosure becomes too costly, businesses avoid securities financing – and again the financial markets whither."* PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*, 3rd ed. Nova York: Aspen Publisher, 2005, p. 69.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

23. Em apertada síntese, pode-se dizer que a informação relevante desempenha uma tripla função¹⁷ em nossa regulação. Primeiramente, serve como pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários. Do mesmo modo, é pressuposto das infrações de uso ou repasse¹⁸ indevido de informação privilegiada. Por fim, serve de medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado de acordo com as leis e normas que regem o funcionamento do mercado¹⁹.

24. Ao empregar a noção de relevância para funções tão cruciais, a regulação reconhece não ser factível a completa igualdade informacional entre todos os agentes de mercado. Com efeito, seria ingênuo pressupor que todos os agentes de mercado possam estar, em qualquer momento que seja, em total simetria informacional. Por exemplo, não há dúvidas que certas pessoas, em razão de cargos ou funções que desempenham nos (ou para os) emissores de valores mobiliários, a todo tempo possuem informações mais completas acerca desses emissores, mesmo quando não há qualquer informação relevante pendente de publicação. Na clássica lição de Luiz Gastão Paes de Barros Leães:

“Mas quais são essas informações de divulgação obrigatória por parte dos *insiders*? São as informações reputadas necessárias para que esse ‘grau de igualdade de posição’ frente ao mercado se formalize. **É claro que essa igualdade é relativa, visto que o acionista nunca poderá igualar-se aos *insiders* no tocante ao conhecimento da empresa emissora:** *the outside stockholder can never match the knowledge of an insider who necessarily knows more about the company and is in better position to evaluate its prospects.* O que se requer, porém, é revelação de informações reputadas

¹⁶ PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (2003). Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180>

¹⁷ A inspiração aqui é o já mencionado trabalho de Helena Bolina, que faz referência à “dupla relevância” desempenhada pelo conceito de informação privilegiada no regramento comunitário do abuso de mercado, inclusive na Diretiva que tratava da matéria antes da entrada em vigor do Regulamento de Abuso de Mercado europeu. BOLINA, Helena Magalhães. *Op. Cit.*, p. 18.

¹⁸ Sobre esse ponto, remeto às considerações acerca da teoria do mosaico que teci no voto proferido no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1591, j. em 26.09.2017.

¹⁹ Não apenas decisões de investimento, mas também aquelas relativas ao exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários. Cf. o pouco explorado inciso III do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

necessárias (*material information*) a um investidor médio, que o habilite a realizar investimentos criteriosos.”²⁰ (sem grifos no original)

25. Quando a assimetria não é relevante, ela não produz os efeitos deletérios que podem inviabilizar o funcionamento do mercado²¹. Afinal de contas, a informação que não é capaz de influir de modo ponderável nas decisões dos investidores ou na cotação do valor mobiliário não confere nenhuma vantagem significativa. Do mesmo modo, mesmo certas assimetrias informacionais relevantes são consideradas legítimas, quando fruto de esforço e expertise, além de empregados de forma lícita²². De outro lado, a exigência de paridade absoluta de informações resultaria na proibição de uma série de operações legítimas e corriqueiramente realizadas por acionistas, administradores e mesmo pela própria companhia aberta quando não há informação relevante pendente de divulgação.

II.4.2. A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES RELATIVAS À EVOLUÇÃO DE PROCESSOS NEGOCIAIS COMPOSTOS POR MÚLTIPLAS ETAPAS

26. Como ressaltai no voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0577²³, a informação acerca de um processo composto por múltiplas etapas pode ser relevante independentemente de o negócio já estar formalizado ou mesmo de se ter certeza de sua concretização. Ademais, tanto o processo em sua totalidade, quanto as etapas que o compõem, podem constituir informação relevante.

²⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 171.

²¹ Sobre o assunto, vale referência ao clássico trabalho de George Akerlof. Cf. AKERLOF, G. The Market for Lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84. 1970, pp. 488 e ss.

²² Faço novamente referência ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1591. Em um interessante trabalho, Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky defendem que o papel essencial da regulamentação do mercado de valores mobiliários é justamente criar um mercado competitivo para investidores profissionais sofisticados e analistas (operadores de informação – “information traders”). Para os referidos autores, as funções essenciais da regulação são (i) a promulgação de regras de *disclosure*, (ii) a proibição à fraude e manipulação e (iii) a restrição ao *insider trading*, as quais teriam por objetivo criar condições para um mercado saudável de competição entre aqueles que operam com base em informações, o que beneficiaria o mercado como um todo. GOSHEN, Zohar e PARCHOMOVSKY, Gideon. *The Essential Role of Securities Regulation*. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=600709>>

²³ Julgado em 11.12.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

27. Assim, considerando que (i) o *insider* somente está proibido de negociar quando possui informação privilegiada (i.e. relevante e reservada) e (ii) as etapas de um processo negocial podem consistir em informação relevante, entendo que após a divulgação de fato relevante acerca de determinada operação, só existirá, a rigor, proibição de negociação quando a assimetria de informações acerca da evolução do negócio voltar a ser relevante.

28. Nesse sentido, parece-me claro que, após a divulgação de um fato relevante noticiando a celebração de um memorando de entendimentos, o mercado assume que as partes continuarão discutindo a operação, realizando auditorias, negociando os contratos definitivos, tomando as providências necessárias para o adimplemento de condições, enfim, dando andamento ao processo cujos contornos gerais foram delineados naquele primeiro documento, usualmente de caráter não vinculante. Assim, enquanto a negociação evolui normalmente, sem maiores imprevistos e também sem atingir os seus principais marcos, pode-se a princípio entender que não existe nova informação relevante.

29. A relevância das etapas subsequentes de um processo já divulgado deve ser avaliada considerando o que os desdobramentos ainda desconhecidos ao público trouxeram de novo ao processo. Uma modificação significativa em condições da operação em razão de problemas identificados na auditoria legal, a aprovação da operação por uma autoridade governamental ou a anuência de certos credores, por exemplo, podem eventualmente consistir em uma informação relevante. A decisão das partes de não celebrar o negócio em razão da falta de consenso acerca do teor dos documentos definitivos também.

30. Por outro lado, passos posteriores podem não configurar informação relevante. E aqui me refiro não apenas a etapas essencialmente procedimentais, como, por exemplo, a abertura do *data room*, mas até mesmo às situações descritas no parágrafo anterior como potencialmente relevantes. É impossível listar de forma exaustiva o que pode, ou não, configurar nova informação relevante, e é por isso que o conceito de relevância é cautelosa e acertadamente expresso em termos abertos²⁴. O que define a relevância de

²⁴ Como assinalou a Suprema Corte dos Estados Unidos no julgamento de *Basic Inc. v. Levinson*: “any approach that designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

uma etapa do processo não é a natureza do ato em si, mas os critérios previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 358/2002²⁵.

31. Em qualquer caso, a aplicação do conceito legal ao caso concreto deve, contudo, ser sempre feita de forma circunstanciada, tendo em vista as informações já disponíveis. Em outras palavras, não se pode analisar a relevância da informação de forma isolada, sem atentar para as informações que o mercado já possuía. Nesse sentido, vale mencionar a jurisprudência norte-americana, onde resta claro que a relevância se refere ao impacto potencial de uma determinada informação na decisão dos investidores, **à luz do conjunto de informações disponíveis naquele momento**. Como decidiu a Suprema Corte dos Estados Unidos no já citado caso *Basic Inc. v. Levinson*: “*the materiality requirement is satisfied when there is a ‘substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.’*”

32. Na mesma linha, o Regulamento (UE) nº 596/2014, que desde 03.07.2016 estabelece um regime jurídico de abuso de mercado aplicável a todos os Estados membros da União Europeia, assinala em seu Considerando 14 que:

“14. Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis ex ante. Por conseguinte, **a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível ex ante**. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos

specific finding such as materiality, must necessarily be overinclusive or underinclusive”. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

²⁵ Nesse ponto, a defesa se equivoca nos argumentos em que busca diferenciar esse caso das decisões do Colegiado nos julgamentos dos PAS nº CVM 04/2004 e nº 2010/1666 sob o argumento de que, naqueles casos, a operação não teria sido, ainda, objeto de fato relevante. Como destacado aqui, desdobramentos posteriores a um fato relevante podem ser relevantes nos termos da lei e da Instrução CVM nº 358/2002 e, consequentemente, embasar uma acusação de *insider trading* (desde que também demonstrados os demais elementos necessários para a caracterização do ilícito). A principal distinção entre os casos em que há e aqueles em que não há divulgação de fato relevante antes da conclusão da operação se refere à incidência da presunção do §3º, I, do artigo 13, objeto da próxima parte deste voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.” (sem grifos no original)

33. Não há razão para o regime brasileiro ser diferente, e nossas regras de fato não pretendem construir nada diferente do que acima expus. Nesse sentido, vale mencionar o Pronunciamento de Orientação nº 5 do Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – CODIM, de 27.11.2008:

“Com o intuito de evitar a proliferação de publicações desnecessárias, **os eventos relacionados com o Ato ou Fato Relevante devem ter o seu significado e sua importância analisados no contexto das atividades ordinárias e da dimensão da companhia e não isoladamente.** Recomenda-se evitar a banalização das divulgações de Atos ou Fatos Relevantes, que pode prejudicar a qualidade da análise das referidas informações pelo mercado”. (sem grifos no original)

34. Assim, para verificar se as informações relacionadas à evolução de um processo negocial complexo são relevantes, deve-se perquirir se elas trazem algo de novo ao conjunto de informações já divulgadas que seja capaz de influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários.

II.4.3. AS PRESUNÇÕES DO ARTIGO 13, §3º, I, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/2002

35. Em muitos casos, a verificação da relevância não é evidente e está sujeita a certa subjetividade. Pessoas razoáveis e bem-intencionadas podem divergir – e não raro divergem – quanto à relevância de uma informação. É essa dificuldade em precisar se uma informação acerca de determinada operação é relevante ou não é – ou, em certos casos, a partir de qual momento – que, a meu ver, justifica as presunções constantes do inciso I do §3º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002²⁶.

36. O dispositivo mencionado trata especificamente de situações onde há intenção de promover uma reorganização societária. Em termos práticos, o que ele faz é estabelecer presunções de que informações acerca de “incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária” (i) são relevantes (ii) a partir

²⁶ Art. 13. *Omissis.* §3º A vedação do caput também prevalecerá: I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

do momento em que “existir a intenção de promover” uma dessas operações, sendo, ainda, em razão da referência ao *caput*, (iii) conhecidas “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”²⁷.

37. Os §§5º, 6º e 7º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 não estabelecem novas presunções, mas fixam regras delimitando a aplicação das presunções previstas nos dispositivos anteriores. De acordo com o §5º, “as presunções previstas no *caput* e nos §§1º, 2º, e 3º, 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”. Ou seja, sanada a assimetria informacional relevante que havia entre aqueles que possuíam ou não a informação relevante, encerra-se o período durante o qual as presunções podem ser aplicadas.

38. Assim, a partir do momento em que a companhia divulga fato relevante noticiando a operação de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária, a CVM não pode mais se valer das presunções do artigo 13, §3º, I, da Instrução CVM nº 358/2002. Essa conclusão independe de o comunicado fazer referência à conclusão da operação ou ser divulgado em um estágio anterior do negócio. A questão foi bem examinada pelo Diretor Henrique Machado, a cujo voto me reporto nesse ponto.

39. Ressalto, contudo, que o fato de a área técnica da CVM não poder se valer da presunção nos casos em que se divulga uma operação antes dessa ser definitiva não a impede de concluir que negócios realizados após a primeira divulgação configurariam *insider trading*. Para tanto, deverá demonstrar os elementos necessários para a configuração do ilícito, quais sejam: (i) a existência de informação privilegiada, (ii) a posse de tal informação e, finalmente, (iii) sua efetiva utilização em uma negociação com valores mobiliários de emissão da companhia à qual a informação se refere com o objetivo de obter vantagem indevida.

²⁷ V. “O Regime de Presunções (...)”, pp. 262-264.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

40. Todos esses elementos podem ser demonstrados por meio de indícios, desde que sólidos, múltiplos e convergentes. A própria negociação pelo *insider* pode, em certos casos, ser indício da existência de informação relevante²⁸ – afinal de contas, a relevância dessa informação reside justamente em sua capacidade de influenciar na decisão do investidor – muito embora não possa ser prova suficiente, sob pena de se construir uma definição circular²⁹.

41. Ademais, vale destacar que, na sistemática do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, e mais especificamente por força do disposto no *caput* e no §1º do citado dispositivo normativo, a demonstração de que existe informação privilegiada permite à acusação presumir sua posse por certos agentes e a sua utilização por aqueles que a possuíam e negociaram na pendência da sua divulgação.

42. Diante desse quadro, parece-me claro que os *insiders* envolvidos em uma reorganização societária devem usar de redobrada cautela para negociar valores mobiliários de emissão das companhias envolvidas na operação durante todo o processo negocial. Se o fato da presunção contida no §3º, I, do artigo 13 não poder ser aplicada após a divulgação do fato relevante noticiando a operação confere alguma segurança ao *insider* para negociar o papel, essa segurança é bastante precária. Nesse ponto, concordo com a observação do Diretor Relator de que a regulação visa, com os chamados períodos de vedação, desestimular negociações em momentos onde se identifica maior propensão à prática do *insider trading*.

II.4.4. ANÁLISE DO CASO

43. Passo então à análise do caso concreto para verificar se, em 30.07.2008, existia informação relevante acerca da operação que não fosse conhecida por todo o mercado.

44. Como visto, as condições gerais da operação já haviam sido objeto de fato relevante, logo, a acusação não podia se valer das presunções do artigo 13, §3º, I, da

²⁸ Nesse sentido, a Suprema Corte dos Estados Unidos opinou que “*trading and profiting by insiders can serve as an indication of materiality*”. In *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

²⁹ Como adverte Stephen Bainbridge: “[a] major issue in insider trading cases is whether the allegedly illegal insider trading can serve as proof that the facts on which the insider traded were material. The problem, of course, is the potential for bootstrapping: if the allegedly illegal trade proves that the information is material, the materiality requirement becomes meaningless – all information in the defendant’s possession when he or she traded would be material”. BAINBRIDGE, Stephen. *Securities Law – Insider Trading*, 2nd ed. Nova York: Foundation Press, 2007, p. 36.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Instrução CVM nº 358/2002. Cabia-lhe, portanto, demonstrar que o comunicado inicial havia omitido informação relevante ou que, em razão dos desdobramentos posteriores à primeira divulgação, a assimetria informacional havia voltado a ser relevante.

45. No caso, a operação supostamente irregular foi uma alienação de ações. Ou seja, a acusação presume que o acusado possuía informações cuja divulgação tendia a resultar na desvalorização do papel. Caso contrário, o acusado teria operado em sentido contrário ao da informação que possuía, o que, a princípio, afastaria o elemento subjetivo do tipo (finalidade de obter vantagem indevida).

46. Segundo a acusação, Didier Maurice Klotz possuía informações privilegiadas que indicavam que a operação não seria concluída quando vendeu ações da Agra em 30.07.2008. Compulsando os autos, noto que o único argumento contemporâneo à venda que respalda a tese acusatória é o fato de que as vendas realizadas pelo Defendente ocorreram na véspera do prazo fixado no MOU para a assinatura do protocolo e justificação que regularia a operação e convocação das assembleias. A esse argumento se soma o fato de o acusado ter recomprado a mesma quantidade de ações em 07.10.2008, ou seja, prontamente após o anúncio de que a operação não seria mais consumada.

47. O MOU também fixava o dia 31.07.2008 como data limite para que a Cyrela concluísse a auditoria contábil e legal (*due diligence*) da Agra, sendo que a conclusão dessa etapa deveria preceder à assinatura do protocolo e, conseqüentemente, à convocação das assembleias gerais das sociedades incorporadora e incorporada.

48. Tenho para mim que o fato de alguns dos prazos previstos no MOU não terem sido observados não permite concluir pela existência de uma informação privilegiada. Com efeito, a dilação dos prazos originalmente previstos para a conclusão de operações societárias é algo corriqueiro no mundo dos negócios e, portanto, não deve ser considerado relevante por si só.

49. No caso em tela, a ampliação do prazo inicialmente pactuado para a conclusão da *due diligence* decorreu de uma solicitação da Cyrela para ampliação do escopo da auditoria, que originalmente abrangeria as áreas contábil e legal e passou também a incorporar a área comercial. Tal justificativa não altera minha percepção quanto à irrelevância (no sentido da lei) da informação, tampouco autoriza, a meu ver, 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

conclusão de que havia maior propensão à não conclusão do negócio³⁰. Por tal motivo, julgo que o atraso na conclusão da auditoria ou a ampliação do seu escopo não consistiam em uma nova informação privilegiada.

50. Ademais, diversos outros atos foram praticados paralelamente à *due diligence*, não só entre a divulgação do primeiro fato relevante e a venda realizada pelo defendente, como também no período imediatamente subsequente. Nesse sentido, noto, por exemplo, que:

- (i) em 15.07.2008, os conselheiros da Agra manifestaram-se favoravelmente à operação, mas solicitaram a elaboração de uma *fairness opinion* para validar a relação de troca estabelecida para a incorporação;
- (ii) em 05.08.2008, em nova reunião do conselho de administração da Agra, os conselheiros aprovaram a *fairness opinion*, recebida no dia anterior, bem como a convocação da assembleia geral extraordinária que deliberaria sobre a incorporação;
- (iii) em 11.08.2008, a Cyrela concluiu a auditoria na Agra;
- (iv) na mesma data, a Terco Grant Thornton emitiu carta-conforto relativa às práticas contábeis da Agra, conforme previsto no MOU;
- (v) em 12.08.2008, houve a integração entre as áreas comerciais das duas empresas. O trabalho se estendeu ao longo dos meses de agosto e setembro, durante os quais representantes da Cyrela visitaram diversas instalações da Agra; e
- (vi) em 13.08.2008, o conselho de administração da Agra se reuniu e deliberou, dentre outras matérias, por recomendar ao conselho da Cyrela a análise do “Memorando de pontos para o fechamento de 30 de junho de 2008” elaborado pela Terco Grant Thornton.

³⁰ Assim como os pedidos de adiamento, os pedidos de ampliação do escopo de auditorias não são incomuns. Como ressaltai anteriormente, a depender das circunstâncias do caso, a extensão de prazos ou do escopo da auditoria pode ser relevante. Um possível exemplo seriam os casos em que, durante a auditoria, se descobrem novos passivos em valores substanciais, que façam com que as partes tenham que voltar à mesa para renegociar pontos que, a princípio, já estavam superados. A prova, naturalmente, cabia à acusação, que não logrou produzi-la. No caso em tela, todavia, não existem elementos que indiquem que o atraso na conclusão da auditoria ou a ampliação do seu escopo tenham sido motivados por problemas que poderiam resultar na desistência da operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

51. É importante assinalar, ainda, que o MOU fixou o dia 22 de agosto como prazo para adimplemento de todas as condições precedentes. Dado que esse prazo não foi observado, as partes podiam, naquele momento, rescindir o contrato sem que lhes fosse aplicável qualquer penalidade. Não obstante, nenhuma parte manifestou intenção de desistir do negócio naquele momento, e as companhias continuaram com as viagens de integração comercial.

52. Segundo as declarações dos executivos envolvidos – e não há nenhum documento ou indício que indique que as coisas transcorreram de outra forma – apenas no início de setembro, com a crise financeira global, as negociações começaram a esfriar³¹. O conselho de administração da Agra chegou, inclusive, a se reunir com advogados para avaliar se poderia obrigar a Cyrela a continuar com a operação.

53. Diante desse quadro, parece-me claro que, no momento em que Didier alienou ações da Agra, não havia qualquer assimetria informacional relevante entre aqueles envolvidos na negociação da incorporação da companhia pela Cyrela e os demais participantes de mercado. Ademais, as informações que não eram públicas referiam-se ao andamento normal das tratativas e pareciam indicar que a operação se encaminhava, ainda que em um ritmo mais lento do que o inicialmente planejado, rumo à concretização.

54. Por tal motivo, voto pela absolvição de Didier Klotz das acusações que lhe foram formuladas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de novembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

³¹ Fls. 2.899-2.900 e 2948-2.949.