



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 RJ2016/2384**

(Processo Eletrônico nº 19957.001639/2016-15)

Reg. Col. nº 0390/2016

**Acusado:** Jaime Augusto da Cunha Rebelo

**Assunto:** Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*)

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**VOTO-VISTA**

**I. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de Jaime Augusto da Cunha Rebelo (“Jaime Rebelo” ou “Acusado”) por (i) manipulação de preços, definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução, e (ii) uso de informação privilegiada (*insider trading*), em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976. As infrações teriam ocorrido nas operações realizadas em bolsa pelo acusado com ações ordinárias de emissão da All Ore Mineração S.A. (“All Ore” ou “Companhia”, código de negociação AORE3) no período de 08.05 a 24.08.2012 (“Período”).

2. Iniciado o julgamento do processo em 8 de outubro de 2019, o Ilustre Diretor Relator Gustavo Gonzalez concluiu que o quadro probatório é duvidoso e incapaz de autorizar uma condenação administrativa pela prática de manipulação de preços, conforme definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução. E entendeu que os indícios da prática de *insider trading* não seriam múltiplos, consistentes e convergentes, razão pela qual concluiu pela absolvição do Acusado também quanto a essa infração.

3. Em que se pese as fundamentadas razões do Relator, formo convicção diversa face ao conjunto fático-probatório constante dos autos em relação à acusação de uso de informação privilegiada. Pelas razões que passo a expor, tenho por configurada a infração de que trata o artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976.



## 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)

## II. DO *INSIDER SECUNDÁRIO*

4. No presente caso, como o Acusado não possuía vínculos com a Companhia emissora dos valores mobiliários à época dos fatos, a Acusação procurou demonstrar a verossimilhança do acesso à informação sigilosa, na medida em que não se presume o conhecimento dele da informação ainda não divulgada ao mercado, como ocorre no caso dos chamados *insiders* primários. Com base em diversos indícios reunidos na fase de instrução, especialmente a coincidência temporal das aquisições, a atipicidade das operações e a gravação da ligação telefônica com o intermediário, a SMI concluiu que Jaime Rebelo teria comprado ações ordinárias da All Ore mediante o uso de informações sigilosas ainda não divulgadas.

5. A proibição ao uso indevido de informação privilegiada pelos *insiders* secundários ou de mercado está prevista no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e regulamentada no art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, a seguir transcritos:

Art. 155, §4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Art. 13, §1º. A mesma vedação [de negociar com valores mobiliários] aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

6. Um exame cuidadoso do tipo infracional revela que o ilícito contém quatro elementos<sup>1</sup>: (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) o acesso privilegiado a ela; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários, e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros.

7. A comprovação de um ou mais elementos do *insider trading* pode ocorrer por meio de indícios, a chamada prova indiciária, que equivale aos demais meios de prova, conforme estabelecido no art. 239 do Código de Processo Penal como “*a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias*”.

8. Neste sentido, o Ministro do Supremo Tribunal Federal (“STF”) Luiz Fux destacou nos autos da Ação Penal nº 470 a possibilidade de utilização da prova indiciária citando

---

<sup>1</sup> Neste mesmo sentido é o artigo do ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade “*Vedações à Negociação de Valores Mobiliários*”, publicado no livro “*Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*”, organizado pelo prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e publicado pela Ed. Malheiros Editores.



## 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)

expressamente os casos de *insider trading*, conforme trecho a seguir transcrito:

No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de *insider trading* (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.

9. Na mesma linha, o Colegiado<sup>2</sup> da CVM já teve oportunidade de se manifestar em diversas ocasiões que o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias. Advirta-se que não basta qualquer indício, pois a existência do mero indício não autoriza a condenação, mas a existência da prova indiciária representada por indícios múltiplos, veementes e convergentes, que permitam uma conclusão segura acerca do fato a ser provado. Neste sentido, traz-se à colação excerto do voto do Diretor Otavio Yazbec, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011:

Preliminarmente, contudo, gostaria de ressaltar que, como exposto pelo Diretor-relator, nos casos envolvendo insiders secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal.

10. A bem da verdade, não se trata de questão recente, pois o primeiro inquérito administrativo da CVM (nº 01/1978), julgado em 2.2.1979, tratou da prática de *insider trading* por administradores da Servix Engenharia S/A, e, já naquela época, a condenação dos acusados se deu com base em prova indiciária. Tal decisão foi submetida ao crivo do Poder Judiciário, que manteve a condenação ao declarar que diante de “*uma série de indícios veementes, perspicuos, formando um conjunto probatório convincente da prática do insider trading, incide, destarte, a*

---

<sup>2</sup> PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012.



## 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)

regra do art. 155, e seus parágrafos, da Lei 6.404./76”.<sup>3</sup>

11. Como se vê, a utilização da prova indiciária é de especial importância em contextos de infrações nas quais nem sempre é possível obter uma prova direta dos envolvidos no momento exato do cometimento do ilícito. Esse é o entendimento pacífico desta Autarquia<sup>4</sup>, que já decidiu não ser imprescindível obter prova direta do elo entre os acusados de *insider trading* e a informação privilegiada, desde que seja possível extrair das demais provas dos autos que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os acusados chegaram a tal informação. Cabe mencionar, neste sentido, a decisão do Diretor Marcos Barbosa Pinto, proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº24/2005, julgado em 7.10.2008:

o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida.

12. Outro não foi o entendimento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN<sup>5</sup>, que, ao apreciar o recurso da decisão do PAS 24/2005, asseverou como se segue:

a configuração do ilícito de *insider* não depende necessariamente da prova do acesso à informação, exigindo-se, no entanto, uma pluralidade de indícios que denotem que a negociação se deu com base em informação privilegiada.

13. De fato, como já destacado pelo Diretor Relator, a jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios<sup>6</sup>. Assim, o que importa é que o conjunto de indícios reunidos no processo leve à firme conclusão que a pessoa negociou ações de posse de uma informação privilegiada, ciente de que esta tinha tal qualidade e com a finalidade de obter vantagem.

14. No mesmo sentido, é o relatório da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) quanto à regulação da prática de *insider trading* nos mercados emergentes<sup>7</sup>. O documento assevera que também a intenção dos acusados por uso de informação privilegiada pode ser revelada a partir da análise das circunstâncias que perpassam a atuação do

<sup>3</sup> PARENTE, Norma Jonssen. “*Tratado de Direito Empresarial – VI - Mercado de Capitais*”. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 2016, pg. 613.

<sup>4</sup> No mesmo sentido, vide como exemplo os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 10/08, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 23.11.2010, 11/08, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.8.2012, e RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.7.2015.

<sup>5</sup> Confirmado pelo CRSFN em 23.2.2013 (Recurso nº 12.358).

<sup>6</sup> Cito, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.

<sup>7</sup> IOSCO, *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, Março de 2003. Disponível em [www.iosco.org](http://www.iosco.org).



## 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)

investidor no mercado de valores mobiliário e caracterizam os indícios da prática infracional. Cita-se:

Although proving a defendant's intent presents difficulties in some cases, the difficulties are not insurmountable. The defendant's activities often will indicate whether, in his opinion, the information in his possession was material to the valuation of the security. If the trading record of the defendant demonstrates that the transaction that forms the basis of the complaint is not unusual for him, carries an equal amount of risk, and involves a similar amount of money as in other transactions performed by him, then proving an intent to trade on inside information is more difficult. If, however, as is most often the case, the transaction is usually large, carries a high degree of risk, and is unusually profitable, then proof of intent is much easier. A judge or jury may not be easily convinced of a lack of intent to trade on inside information (provided that the judge or jury is familiar with the operation of capital markets - see section 2.7.3.) when, for example, the defendant opened a new investment account, acquired shares of one company for an amount equal to twice his yearly income, and earned an enormous profit when the price of the shares rose upon publication of inside information that was in his possession prior to his acquisition of the shares. In such circumstances, a defendant's argument that he did not realize that the information in his possession was material, confidential, inside information is not very tenable.

15. Assim, é o comportamento extraordinariamente atípico do investidor e as demais circunstâncias que envolvem a operação que demonstram a ocorrência do ilícito. Trata-se, portanto, de comprovar que a conduta praticada pelo acusado, quando comparada àquela esperada de um investidor racional, é justificada tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o coloca em posição não equitativa com os demais participantes do mercado.

### III. DOS INDÍCIOS MÚLTIPLOS, VEEMENTES E CONVERGENTES.

#### III.1. DA GRAVAÇÃO TELEFÔNICA

16. A gravação telefônica das tratativas mantidas entre o investidor e o intermediário tem sido considerada uma das provas mais contundentes da prática de negociação com uso de informação privilegiada. Não à toa. Diante de outros elementos como o volume das operações, o *timing*, o relacionamento com a administração da Companhia, entre outros, a gravação telefônica é prova claramente mais direta e autoevidente das razões do investidor<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Nesse sentido, o PAS CVM RJ2012/9808, de 18 de dezembro de 2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu. Cita-se: “*O dolo, elemento nem sempre fácil de ser caracterizado nos casos de manipulação, está amplamente comprovado na atuação da Acusada, pois resta clara a sua intenção de forçar a baixa do preço das ações, comprovada ou pela transcrição das conversas havidas entre seus representantes e o operador da Itaú Corretora, ou pelo fato de as*



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)

17. No caso vertente, tenho que as gravações telefônicas são igualmente relevantes para descortinar o ânimo do investidor, em especial o conhecimento de informação relevante não divulgada ao público. Destaca-se o seguinte excerto da gravação da ordem de compra do dia 22 de agosto de 2012:

“(...)

**Operador Ricardo:** Não 4,20 vai até 12:50 o leilão.

**Jaime:** Ah entendi, então manda pau, vamos ver se a gente pega isso aí.

**Operador Ricardo:** Entrou um a 4,21 cobrindo a sua oferta.

**Jaime:** (...)

**Operador Ricardo:** Como você colocou aquela a 4,98 eu acho que assim seria teoricamente colocar mais perto comprando a 4,98 para ver se aparece algum outro vendedor.

**Jaime:** Então põe, 100 a 4,98, vamos ver o que acontece. Na mão de outros tem 0,15% dessa empresa, eu vou tentar ao longo do tempo no prazo de um ano ter essas ações, mas eu não quero disparar, **eu estou disposto a 5,00 ou 6,00, eu acho que ela deve lá na frente, porque é mina e mina é assim, operacional e eu acho que eles descobriram ouro, cá entre nós. ok?**”

18. Como se percebe, o Acusado expressa abertamente o seu interesse em adquirir ações por preço bastante superior ao então praticado, forte no seu entendimento de que aqueles ativos iriam valorizar ainda mais no futuro. Na sequência, ele também apresenta as razões de sua convicção, qual seja, a descoberta de ouro pela Companhia. Mais do que isso, a gravação ainda capta o tom da informação de caráter restrito: “cá entre nós, ok?”.

19. Apesar da veemência dessa prova, é pertinente a ponderação do Diretor Relator de que esse telefonema não pode ser considerado uma confissão do Acusado, a ponto de dispensar outros indícios contundentes e convergentes. Mais do que isso, bem observa a existência de um precedente excepcional do Colegiado desta CVM no qual o conteúdo das gravações telefônicas foi sopesado face às demais circunstâncias do caso concreto, como no julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/2714 e RJ2014/10082.

20. Tenho, entretanto, que os mencionados julgamentos não representam precedente aplicável ao caso dos autos. Primeiro porque no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/2714, em 7 de outubro de 2014, o acusado (*insider* secundário) foi condenado por uso de informação privilegiada, a demonstrar que o Colegiado naquela oportunidade reconheceu a veemência da gravação telefônica. Nesse sentido, transcreve-se o seguinte excerto do voto da Diretora Relatora Luciana Dias:

“13. O Acusado não contesta a veracidade de tal transcrição, apenas entende que a conversa mantida com R.R. não é suficiente para uma condenação.

14. Eu discordo desse entendimento. A gravação, repleta de detalhes sobre a

---

*decisões de venda não estarem em consonância com a estratégia muito bem fundamentada de buy and hold, arguida na defesa e pelas declarações da Acusada (...).”*



## 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)

natureza e fonte da informação, é das provas mais contundentes que já tive a oportunidade de analisar em um caso de *insider*. Esta prova isoladamente me parece suficiente para demonstrar uma assimetria de informações entre o Acusado e o mercado, que até aquele momento não tinha qualquer informação sobre eventual aquisição envolvendo a Contax. O teor da conversa demonstra também que o Acusado sabia que se tratava de informação sigilosa.

15. Os demais elementos do tipo de *insider*, quais sejam, a negociação com valores mobiliários e a existência de informações relevantes não divulgadas ao mercado são incontestes no presente processo.

16. Mas, não fosse essa gravação, a Acusação traz ainda outros indícios.”

21. Já no julgamento do PAS nº RJ2014/10082, em 7 de março de 2017, ao analisar a conduta do administrador que teria passado a informação privilegiada para o investidor condenado no PAS CVM nº RJ2013/2714, o Colegiado entendeu estarem presentes fortes contraindícios da ocorrência da infração, como a) a ausência de relação próxima entre o acusado e o investidor; b) o investimento em questão foi de pequena monta e compatível com o perfil do investidor; c) pelo que se extraía da conversa gravada, o investidor quase desistiu de investir na companhia naquele momento; d) o investidor comprou ainda mais ações após a divulgação do fato relevante; e e) não havia referência, na conversa gravada, à aquisição de determinada empresa, mas apenas a uma “aquisição”, o que poderia, em tese, decorrer da estratégia de expansão da companhia, divulgada em seus relatórios.

22. Tendo participado do julgamento do referido PAS, registro meu entendimento de que o último contraindício citado no parágrafo anterior foi determinante para enfraquecer a força probatória do conteúdo da gravação telefônica. Isto porque a ligação telefônica citava uma aquisição pela companhia e, de fato, os relatórios divulgados pela companhia ao público efetivamente apontavam que a realização de aquisições de outras empresas estava no plano de negócios. Assim sendo, o contato entre o administrador e o investidor poderia ter relevado simplesmente o plano de negócios da companhia, conforme já descrito em documentos públicos. Esse fato, somado aos demais contraindícios, suscitou dúvidas ao Colegiado, que absolveu o acusado em concretização ao princípio da presunção de inocência.

23. O caso em exame revela situação oposta. A All Ore, apesar da denominação social então utilizada<sup>9</sup>, era uma Companhia conhecida apenas pela exploração de minério de ferro e, posteriormente, pelo início da exploração de ouro. O Acusado, ao revelar as razões da aquisição das ações por valor acima do preço de mercado, faz expressa indicação de que a Companhia poderia ter achado ouro, exatamente o que viria a ser indicado pelo Fato Relevante. Ou seja, entre as diversas “boas notícias” que a Companhia poderia vir a obter, o Acusado acerta precisamente a que viria a ser divulgada **7 (sete) dias** (ou quatro dias úteis) depois: “Os

---

<sup>9</sup> All Ore Mineração S.A era a nova denominação de Steel do Brasil Participações S.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)

*resultados das mostras de solo do primeiro alvo apresentaram anomalias para ouro ao longo de mais de 1.200 mts (...)*”.

24. Além disso, não estão presentes os demais contraindícios observados no aventado precedente. Ao contrário, como se destacará a seguir, o investidor tinha relação muito próxima com a Companhia e com o controlador, b) o investimento foi atípico para o perfil do investidor, c) a certeza da oportunidade do negócio restou objetivamente demonstrada pela estratégia de investimento adotada e d) o investidor praticamente não comprou mais ações após o fato relevante. Por fim, mas não menos importante, impende observar que o Acusado em nenhum momento forneceu uma explicação para o súbito interesse no papel.

### III.2 DO AVISO DE FATO RELEVANTE

25. No dia 29 de agosto de 2012, a Companhia divulgou o seguinte fato relevante:

A ALL ORE MINERAÇÃO S.A., nos termos do parágrafo 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 358/02, em continuidade à sua estratégia de prospecção de ativos minerais informa que foram concluídos de forma bastante satisfatória os estudos de geoquímica e geofísica do Projeto Igaracy 1, localizado na Paraíba. Nos estudos de sedimento de corrente foram encontrados resultados anômalos em ouro ao longo de 24 km, sendo identificados seis alvos a serem pesquisados. Os resultados das amostras de solo do primeiro alvo apresentaram anomalias para ouro ao longo de mais de 1.200mts, onde também foram detectadas no subsolo zonas de alta resistividade e alta cargabilidade. As amostras de solo coletadas nos demais alvos estão no laboratório em processo de análise. Em função dos resultados obtidos a empresa planeja iniciar a campanha de sondagem nos próximos meses.

26. Como se depreende da leitura do Fato Relevante, a informação divulgada pela Companhia era realmente positiva para o início da exploração de ouro e poderia alterar o preço de suas ações. Um investidor, ciente antecipadamente do seu conteúdo, estaria em posição de assimetria informacional com os demais investidores na negociação do ativo.

27. Vale apontar, ainda, que o Fato Relevante aponta o resultado satisfatório de estudos de geoquímica e geofísica, nos quais se incluíam os de sedimento de corrente, denotando um trabalho de fôlego da Companhia, que muito provavelmente não havia se desembaraçado nos 4 (quatro) dias úteis posteriores à gravação telefônica.

### III.3 DO RELACIONAMENTO COM A COMPANHIA

28. A proximidade do Acusado com a Companhia também é fato incontroverso nos autos. Ele foi diretor financeiro da All Ore no período de julho de 2009 a março de 2010 e, posteriormente, fez parte do conselho de administração no período de maio de 2013 a agosto de 2014. Durante o Período analisado neste processo, o Acusado mantinha relação pessoal de proximidade com o controlador da Companhia, como se percebe das informações que prestou no





## 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:

“(…) como indico no item 4-d acima, eu esporadicamente me encontrava com o controlador Sr. Dirk Adamski, quando ele vinha eventualmente ao Brasil (é da Alemanha) até por ter sido o diretor financeiro de julho de 2009 a março de 2010 pois embora tenha saído para outra oportunidade de trabalho, nunca tivemos qualquer problema de relacionamento. O Sr Dirk tentava me ‘convencer’ a fazer parte do Conselho de Adm da empresa, após o período regulamentado pela CVM, o que acabei aceitando muito tempo depois para o período de maio de 2013 a agosto de 2014 (…).”

### III.4 DAS OPERAÇÕES ATÍPICAS

29. Diversos aspectos, incontroversos nos autos, das operações realizadas pelo Acusado com os papéis da All Ore representam indícios típicos do uso de informação privilegiada, consoante jurisprudência desta comissão<sup>1011</sup>. O primeiro é que Jaime Rebelo não é investidor regular em ações ou mesmo renda variável<sup>12</sup>. Ele mesmo observa ter perfil conservador e que suas ações foram “1) *stock options* de empresa em que trabalho, 2) ações via fundo de previdência privada e 3) algumas compras de mercado como esta da All Ore”.

30. O *timing* das operações com AORE3 também é um forte indicativo. Conforme destacado no Termo de Acusação, Jaime realizou a primeira aquisição do papel em julho de 2011 (1500 ações). No Período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante, ele realizou 30 operações de compra, envolvendo 6.900 ações ordinárias de emissão da Companhia, com volume de R\$ 27.304,00, representando, na maioria dos dias, 100% do total movimentado com o ativo. Apenas no mês de agosto de 2012, entre 17.8 e 24.8, logo antes do Fato Relevante, o Acusado adquire 4.300 ações, com volume de R\$ 18.349,00.

31. Após a divulgação do Fato Relevante, o Acusado voltaria a comprar o ativo apenas em dezembro de 2012 e em fevereiro de 2013, quando adquiriu 400 e 200 ações,

<sup>10</sup> Sobre a análise da atipicidade de operações como indício de *insider trading*, PAS CVM RJ2014/3616 de 13 de novembro de 2018.

<sup>11</sup> Ainda sobre a atipicidade de operações suspeitas, PAS CVM nº 35/2010, Rel. Dir. Gustavo Borba: “*Em que pese os argumentos apresentados em defesa, a total atipicidade das negociações, o timing perfeito da negociação e as contradições das manifestações apresentadas por Marco Bernardi e Fernando Nascimento são indícios fortes, consistentes e convergentes que levam a segura conclusão de que eles negociaram ações ordinárias da Aracruz sabedores do momento da divulgação da reestruturação e do benefício que ela acarretaria às ações ordinárias da Companhia.*”

<sup>12</sup> Nesse sentido, cito o voto da Diretora Luciana Dias proferido no PAS 11/08, julgado em 21.08.12, do qual transcrevo o seguinte excerto: “*Por isso, foi importante analisar o perfil de investimento de cada um dos Acusados e ver se as “apostas” que fizeram eram compatíveis com tal perfil ou se pareciam algo de extraordinário. Isto porque a tendência natural de quem age munido de informação privilegiada é concentrar os investimentos nos ativos cuja valorização é esperada. O fato de o investidor ter agido dentro de seus padrões normais de negociação é um importante contraíndicio de uso de informação privilegiada. [...] a falta de canalização dos investimentos para o ativo é um forte contraíndicio de que informações privilegiadas eram detidas pelo Acusado.*”



## 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)

respectivamente<sup>13</sup>.

32. A atipicidade das operações também é percebida pela disposição do Acusado em adquirir ações a preço acima de mercado (na “banda alta”). A narrativa constante das gravações telefônicas e das mensagens colacionadas pela Acusação demonstra que Jaime Rebelo tinha absoluta convicção na valorização das ações da Companhia e não se importava em comprar as ações ainda que por preço significativamente superior ao praticado pelo mercado, destoando, por isso, do comportamento esperado de um investidor racional, que se empenharia em comprar as ações justamente pelo menor preço possível. Veja-se, por exemplo, que o Acusado adquiriu em 6 de junho de 2012 ações AORE3 por R\$ 2,58. Sua atuação posterior diante de um ativo sem liquidez ocasiona oscilação positiva praticamente constante do papel e, em 22 de agosto (sete dias antes do Fato Relevante), ainda que a ações já tivessem alcançado o patamar de R\$ 4,98, ele orienta o operador a continuar comprando o papel por até R\$ 6,00, pois entendia que “lá na frente” ela iria se valorizar ainda mais.

### III.5 DA AUSÊNCIA DE FUNDAMENTO ECONÔMICO

33. A atipicidade das operações poderia ser percebida de forma diversa se tivesse o Acusado apresentado, minimamente, razões para a sua forte convicção no sucesso da Companhia. Em sua defesa e mesmo na manifestação prévia à Acusação, ele não indica qualquer fundamento econômico para o investimento que havia feito. Não há qualquer menção a fatos relevantes pretéritos, relatórios públicos produzidos pela Companhia, resultado em demonstrações financeiras publicadas, manifestações de analistas de mercado, nada que pudesse explicar o motivo pelo qual ele, ao contrário do resto do mercado, atuou seguidamente na “ponta compradora” do papel.

34. Em relação à acusação de *insider trading*, poderia o Acusado, ao menos, ter narrado as razões que o levaram a concluir que a Companhia teria encontrado ouro, ainda que tais razões estivessem amparadas não somente em documentos públicos, mas também em sua experiência profissional. A demonstração de um fundamento econômico razoável seria um forte contraindício, conforme ampla jurisprudência<sup>14</sup> desta CVM.

35. A meu ver, diante das provas e dos argumentos colocados nos autos, a conduta praticada pelo Acusado, quando comparada àquela esperada de um investidor racional, é justificada tão somente quando se admite presente o elemento informacional que o coloca em

---

<sup>13</sup> Informação constante do Parecer da Gerência de Acompanhamento de Mercado da BSM (fl. 29 do doc. SEI 0084418).

<sup>14</sup> Neste ponto, destaco em especial a ponderação realizada no PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016. Naquela oportunidade, um dos acusados demonstrou, inclusive por meio de prova documental, que a atipicidade das operações de alienação de ações era justificada pela premência em satisfazer compromissos financeiros, em especial aqueles relativos ao casamento de seu filho. A explicitação do fundamento econômico das operações influenciou decisivamente para a sua absolvição.



#### 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)

posição não equitativa com os demais participantes do mercado. A informação que ele possuía é aquela que ele revelaria ao operador 4 (quatro) dias úteis antes do respectivo Fato Relevante, qual seja, a possibilidade da Companhia ter achado ouro (“cá entre nós, ok?”).

#### IV. CONTRAINDÍCIOS?

36. Não verifico nenhum contraindício da prática infracional. Entretanto, julgo oportuno abordar algumas circunstâncias do caso concreto.

##### IV.1 VENDA DAS AÇÕES APÓS A DIVULGAÇÃO DO FATO RELEVANTE

37. Na verificação dos indícios do uso de informação privilegiada, analisa-se frequentemente a conduta do acusado após a divulgação do respectivo fato relevante que torna pública a informação com a qual o acusado teria negociado<sup>15</sup>.

38. *Cum grano salis*, a negociação dos ativos adquiridos com uso de informação privilegiada logo após a divulgação do fato relevante seria indício da infração e, por sua vez, a manutenção do papel em carteira seria um contraindício. Isso porque, ordinariamente, o intuito do infrator em obter vantagem econômica com a assimetria informacional é melhor alcançado logo após a oscilação do papel provocado pela divulgação da informação, que, dada a sua relevância, causa variação do preço do ativo. Dito de outra forma, o “insider racional” buscaria capitalizar ao máximo a materialidade da informação refletida na oscilação do preço do ativo após a divulgação e antes da completa assimilação pelo mercado, momento a partir do qual a ação seria negociada pelo seu novo preço justo. No caso em exame, o Acusado não negocia as ações após a divulgação do Fato Relevante que divulga o público os resultados positivos para a exploração de ouro. Ao contrário, ele aliena suas ações quase dois anos depois e com prejuízo, segundo suas próprias contas, de 43 mil reais. Assim sendo, poder-se-ia concluir pela presença de um real contraindício da prática irregular.

39. Tenho, entretanto, que as circunstâncias do processo não autorizam o reconhecimento desse contraindício. Como bem descrito pela Acusação, a atuação constante do Acusado no mercado, antes do Fato Relevante, eleva extraordinariamente o valor das ações AORE3, ativo sem liquidez. No Período, o papel registrou valorização de 42,3%, saindo de R\$3,50 para R\$ 4,98 e tendo alcançado a mínima de R\$ 2,58. Veja-se:

---

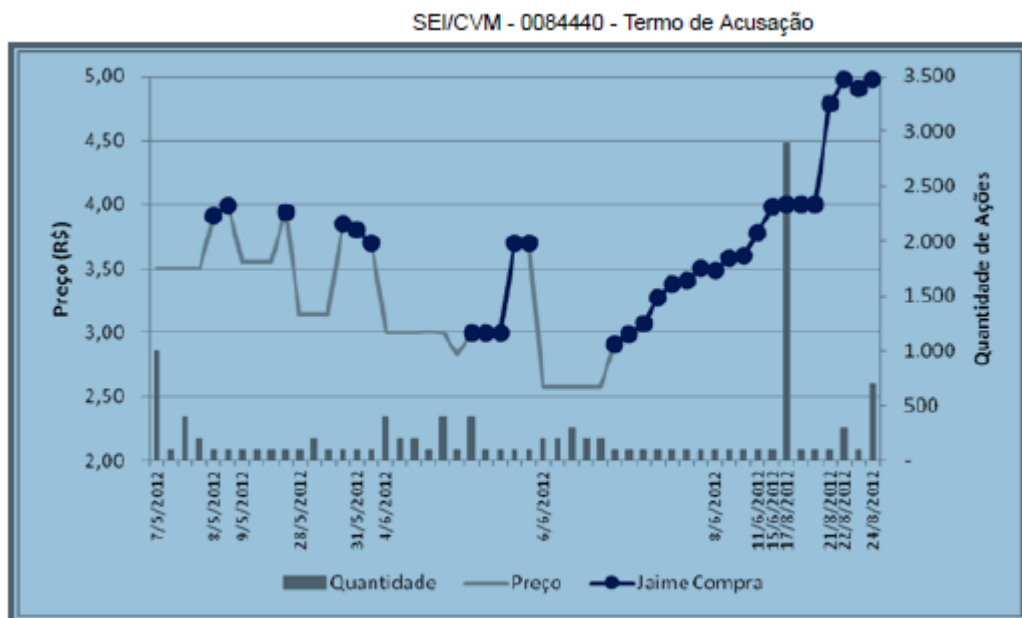
<sup>15</sup> Nesse sentido, PAS CVM RJ2012/9808, de 18 de dezembro de 2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.



## 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)



Fonte: BM&FBOVESPA

40. No já mencionado dia 22.08, consoante informações prestadas pela BSM, foi realizado leilão com ações da AORE3, iniciado com ordem de venda da Corretora Itaú com 100 ações ao preço de R\$ 3,00 e ordens de compra das corretoras Novinvest e Bradesco ao mesmo preço, com desvalorização de 39,8% em relação ao negócio realizado anteriormente. Durante o leilão foram registradas interferências compradoras, com destaque para aquelas inseridas por Jaime, as quais alteraram o preço de fechamento do leilão de R\$ 3,62 para R\$ 4,90.

41. No dia 29.08, considerando o preço que o papel tinha alcançado com a atuação do Acusado, a divulgação do fato relevante não causou impacto significativo no papel. Houve pequena variação positiva do ativo e depois a cotação não se manteve no mesmo patamar.

42. Nesse cenário, o fato de o Acusado não ter vendido o papel não pode ser considerado um contraíndício. Primeiro porque o fato relevante não conseguiu conduzir o preço das ações para o nível superior imaginado pelo Acusado, nem mesmo àquele que o próprio Acusado havia contribuído decisivamente para alcançar. Segundo porque, dada a falta de liquidez, ele não conseguiria aliená-las com o benefício esperado.

#### IV.2 INEXISTÊNCIA DA INFORMAÇÃO RELEVANTE

43. Neste ponto, filio-me às críticas lançadas pelo Relator à instrução realizada pela SMI. De fato, a Acusação deveria ter buscado apurar junto à Companhia mais informações acerca dos estudos de geoquímica e geofísica referentes ao Projeto Igaracy 1, objeto do aviso de fato relevante de 29.08.2012. Tal diligência, relativamente simples, permitiria definirmos com maior precisão o momento a partir do qual a informação relevante estava madura na All Ore. 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

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

consequentemente, poder-se-ia melhor aferir quais operações do Acusado foram ou não realizadas mediante o uso de informação privilegiada.

44. Frise-se, entretanto, que não se discute a existência ou não da informação relevante, pois essa restou divulgada no respectivo Fato Relevante. O ponto controverso é quando a informação relevante estaria suficientemente consolidada dentro da Companhia e poderia, portanto, ter sido compartilhada com o Acusado. Em outras palavras, em qual momento os citados estudos de geoquímica e geofísica teriam produzido resultados capazes de orientar a sua divulgação pública.

45. Em meu entender, no presente caso, a ausência de manifestação direta da Companhia não afasta a configuração do ilícito. Diante da multiplicidade, convergência e consistência dos indícios identificados, não me parece possível aventar que as operações realizadas entre 17.08 e 24.08 (7 dias), período de aproximadamente 10 dias antes da divulgação do Fato Relevante, não foram realizadas com uso de informação privilegiada pois 1) é exatamente nesse período que o Acusado revela em gravação telefônica o conhecimento prévio da informação que viria a ser publicada pela Companhia, 2) essas negociações foram realizadas em período muito próximo da divulgação do Fato Relevante, 3) o Fato Relevante destaca estudos geoquímicos e geofísicos cuja elaboração e avaliação não são imediatas e 4) é nesse período que o Acusado realiza 67% do volume de suas operações atípicas com o papel.

46. Por outro lado, as demais operações foram realizadas no período de 08.05 a 15.06 (38 dias), ou seja, até três meses e meio antes do Fato Relevante; e representam apenas 33% do volume de negócios do Acusado. Assim sendo, as circunstâncias em que tais operações foram realizadas, se examinadas isoladamente, poderiam não levar à formação de convicção quanto ao uso de informação privilegiada. Contudo, quando consideradas em conjunto com as demais operações e elementos de prova, verifica-se que elas integram a mesma estratégia do Acusado.

## V. CONCLUSÃO E PENALIDADE

47. Nos termos das razões constantes deste voto, verifico a presença de indícios múltiplos, consistentes e convergentes que levam a segura e firme conclusão de que Jaime Augusto Cunha Rebelo negociou ações da All Ore ciente dos resultados preliminares dos estudos sobre a exploração de ouro no Projeto Igaracy 1, localizado na Paraíba. Assim, considerando, de um lado, a gravidade da infração e, de outro, a primariedade do Acusado, e com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação do Acusado, à penalidade<sup>16</sup> de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º da Lei 6.404/76.

---

<sup>16</sup> No mesmo sentido, a penalidade aplicada no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785, de 4 de julho de 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

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

48. Quanto à acusação de manipulação de preços, definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução, acompanho o voto do Diretor Relator pela absolvição do Acusado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR