



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.003780/2017-25

Reg. Col. nº 0846/17

Acusado: Aristido Reichert

Assunto: Apurar eventual responsabilidade pelo uso de informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Triunfo Participações e Investimentos S.A. Infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o disposto no § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

Diretor Relator: Henrique Machado

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade de Aristido por negociar ações ordinárias de emissão da TPI na posse de informação privilegiada¹.
2. Como visto no relatório que acompanha o presente voto, Aristido adquiriu, em 22 e 23.11.2016, 30.000 ações de emissão da TPI por R\$106.750,00. Também no dia 23, em conversa telefônica com funcionário da Corretora, o Acusado declarou ter um “*insider*” na TPI, razão pela qual saberia, antes da divulgação oficial, da entrada de novo sócio relevante via aumento de capital. Ainda de acordo com o diálogo, o Acusado disse que tal aumento serviria para melhorar o nível de endividamento da TPI e que essas informações seriam anunciadas brevemente pela Companhia. No mesmo dia 23, a TPI divulgou fato relevante informando a captação de R\$647 milhões por meio da emissão privada de debêntures conversíveis em ações, para, principalmente, alongar prazos e vencimentos de suas obrigações financeiras.
3. Diante disso, e como referida aquisição teria ocorrido de forma atípica em relação ao padrão de negociação habitual do Acusado, a SMI concluiu que Aristido somente realizou tal aquisição por estar na posse de informação privilegiada sobre os negócios da TPI, em infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o disposto no § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

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

www.cvm.gov.br

4. O Acusado não contesta a existência do telefonema. Contesta, no entanto, a versão tal qual apresentada pela SMI de que teria recebido informação precisa acerca da emissão privada de ações, antes de sua divulgação ao mercado. Alega que seu investimento teria sido amparado por estudo prévio das informações financeiras da TPI e notícias envolvendo o problema de endividamento de curto prazo da Companhia. Esse conjunto de informações teria sido complementado pela análise divulgada na internet por site especializado em ações, o qual teria recomendado a compra das ações.

5. Acrescenta que, após a divulgação do fato relevante, teria comprado mais ações da TPI, comportamento que não seria esperado de quem negocia na posse de informação privilegiada. Do mesmo modo, a venda das ações pouco tempo depois (29 e 30.11.2016) da aquisição (22 e 23.11.2016), com prejuízo de R\$2 mil, seria outro contraíndice de que o Acusado não teria feito uso de informação privilegiada.

II. MÉRITO

6. No presente caso, como o Acusado não possuía vínculos com a Companhia emissora dos valores mobiliários, situação em que não se presume o conhecimento dele acerca da informação ainda não divulgada ao mercado, diferentemente do que ocorre no caso dos chamados *insiders* primários, a SMI procurou demonstrar a verossimilhança do acesso à informação sigilosa por meio de diversos indícios reunidos na fase prévia à instauração do processo sancionador. Destacam-se, neste sentido, a coincidência temporal das aquisições com a divulgação do fato relevante, a atipicidade da operação e a gravação da ligação telefônica com o intermediário.

7. 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.

8. Um exame cuidadoso do tipo infracional revela que o ilícito contém quatro elementos²: (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) o acesso privilegiado a

² 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

ela; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários, e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros.

9. 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*”.

10. 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 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.

11. Na mesma linha, o Colegiado³ 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 provado⁴.

12. 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

³ 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.

⁴ 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*”.



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

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 regra do art. 155, e seus parágrafos, da Lei 6.404./76*”.⁵

13. 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 Autarquia⁶, 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 a obtiveram⁷.

14. Com efeito, 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 contraíndícios⁸, entendimento este confirmado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional⁹. 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 vantagem¹⁰.

⁵ PARENTE, Norma Jonssen. “*Tratado de Direito Empresarial – VI - Mercado de Capitais*”. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 2016, pg. 613.

⁶ 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.

⁷ 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*”.

⁸ 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.

⁹ O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ao apreciar o recurso da decisão do PAS 24/2005, em 23.2.2013 (Recurso nº 12.358), asseverou que: “*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*”.

¹⁰ No mesmo sentido, é o relatório da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) quanto à regulação da prática de *insider trading* nos mercados emergentes¹⁰. 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 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*



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

15. Retornando ao caso concreto, restou incontroversa a relevância da captação de R\$ 647 milhões pela TPI mediante emissão de debêntures conversíveis em ações, pois tal captação injetava novos recursos no caixa da Companhia justamente no momento em que se avizinhava o vencimento de vultuosas dívidas.

16. Nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02¹¹, é relevante todo fato relacionado à companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão racional dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários emitidos por esta companhia. Como a decisão de publicar a informação relevante ocorre, na maioria dos casos, antes que ela seja de conhecimento público, cabe aos administradores realizar avaliação prévia do potencial impacto do fato no comportamento dos investidores¹².

17. A administração da TPI, ao avaliar a potencialidade do impacto na cotação das ações da Companhia que poderia seguir-se à divulgação do aumento de capital, não só entendeu tratar-se de hipótese de fato relevante conceituada pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, como fez a divulgação durante o horário de negociação das ações, a revelar que considerou indispensável a pronta disseminação daquela informação ainda durante o pregão.

18. Com efeito, não se pode tirar a razão da administração da TPI de ter publicado aquelas informações na forma de aviso de fato relevante, pois o aumento de capital reduziria sua alavancagem financeira e melhoraria sua estrutura de capital, mitigando riscos na execução dos projetos de longo prazo e maximizando o retorno aos acionistas. E o acerto da decisão dos administradores foi comprovado pela influência que as informações causaram no comportamento dos investidores, dado que o volume e o preço das ações aumentaram significativamente após a publicação do fato relevante. Isso demonstra que o conhecimento sobre a emissão das debêntures influenciou, de modo ponderável, o comportamento dos investidores da Companhia.

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”.

¹¹ Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

¹² Neste sentido, o Diretor Pedro Marcilio declarou no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, de 17.01.07, que “[d]ado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a ‘potência’ de impacto e não sobre o real impacto”.



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

19. No que se refere ao acesso antecipado a informação privilegiada e sua utilização na negociação com ações, a gravação telefônica das tratativas da negociação 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, pois diante de outros elementos como o volume das operações, o *timing* da negociação, entre outros, a gravação telefônica é prova mais direta das razões do investidor¹³.

20. No caso vertente, tenho que a gravação telefônica é igualmente relevante para descortinar o ânimo do Acusado, em especial o conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao público. Destaca-se, neste sentido, o seguinte excerto da gravação da ordem de compra do dia 23 de novembro de 2016:

“(…)

Aristido: *A Triunfo sobe 10... (risos)*

Funcionário: *Triunfo sobe 10... É verdade... Tá comprando algumas coisas tóxicas aí heim, Aristido, de pouco volume...*

Aristido: *Essa... Essa... Essa Triunfo aí tenho um insider lá...*

Funcionário: *Não entendi.*

Aristido: *É... Tenho um insider nessa... nessa Triunfo aí.*

Funcionário: *Entendi.*

Aristido: *Então eles vão limpar ela... vai... deve anunciar essa semana ou semana que vem... é um novo sócio aí com 18%... é... e aí com esses... esses novos caras aí vão aumentar o capital... e... e um empréstimo que eles têm aí para pagar essas dívidas que eles andam aí...*

Funcionário: *Isso é relatório que você recebeu?*

Aristido: *Não (risos) isso aí é de um cara que é insider... (risos)*

Funcionário: *Entendi... É... Tá puxando bem aí... Eu não tenho qualquer avaliação a respeito né... a não ser qualquer coisa de gráfico, mas...*

Aristido: *Esse cara aí falou que ela deve... até o natal ela deve ir a R\$12...*

“(…)”

21. Como se percebe, o Acusado expressa abertamente ter um “*insider*” na TPI. Mais do que isso, o Acusado explica em detalhes quais os motivos pelos quais as ações da TPI estavam se valorizando e continuariam a evoluir num curto espaço de tempo: o anúncio, naquela semana ou na seguinte, da entrada de novo sócio mediante aumento do capital social, para, assim, reduzir o endividamento de curto prazo da Companhia. O intermediário, surpreso com a declaração, questiona se a origem dessas informações seria algum relatório de análise de investimento recebido pelo Acusado, que reafirma, sem hesitar, que “*isso aí [a informação] é de um cara que é insider*”.

¹³ 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 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

22. Apesar da veemência dessa prova, Aristido alega que teria utilizado o termo “*insider*” em tom de brincadeira com o intermediário, sendo possível ouvir seus risos no momento em que pronuncia referida expressão.

23. Reconheço que o teor do telefonema não pode ser considerado uma confissão do Acusado. Do mesmo modo, compreendo não ser incomum a descontração entre pessoas que mantém relação de confiança, notadamente na privacidade de uma conversa telefônica. Contudo, a precisão das afirmações feitas pelo Acusado em relação ao conteúdo do fato relevante e ao momento de sua divulgação, o *timing* da negociação e a atipicidade dessa operação comparada com o padrão de negociação do Acusado são indícios bastantes contundentes e convergentes que afastam qualquer sombra de dúvidas a respeito do comportamento ilícito do Acusado.

24. Sobre a atipicidade da operação em relação ao padrão de negociação do Acusado, cabe registrar que o histórico de negociação é importante meio de prova para avaliar a intenção do investidor, pois ele pode ser capaz de indicar que a negociação sob exame seria altamente esperada ou parte de uma estratégia de investimento previamente elaborada, o que poderia colocar em xeque o elemento intencional da conduta consistente na utilização da informação privilegiada como fundamento da negociação. No caso concreto, o histórico de negociação de Aristido não tem essa força, pois, mesmo sem nunca ter negociado com ações da TPI, Aristido investiu mais de R\$100 mil na Companhia.

25. Nada obstante, o próprio intermediário, conhecedor do perfil e da carteira de investimentos do Acusado, considerou referida aplicação atípica. Isso resta evidente na conversa telefônica quando, após Aristido mencionar a destacada valorização da TPI no pregão em curso, o intermediário declara: “*tá comprando algumas coisas tóxicas aí heim, Aristido, de pouco volume*”.

26. Esse comportamento extraordinariamente atípico é forte indício a respeito do acesso à informação privilegiada e do seu uso na negociação com ações, consoante jurisprudência desta Comissão^{14,15}. No presente caso, as provas constantes dos autos demonstram que somente a certeza de que a TPI estava prestes a anunciar a captação de novos recursos e de que tal fato, a partir do momento que se tornasse público, repercutiria positivamente na cotação de suas ações poderiam justificar a firme decisão do Acusado de comprar aquela ação de pouca liquidez.

27. Quanto ao *timing* da negociação, Aristido realizou a primeira aquisição de 20.000 ações no dia 22, véspera da divulgação do fato relevante. No dia seguinte (23), pouco antes da divulgação, o Acusado comprou mais 10.000 ações, totalizando pouco mais de R\$106 mil. Esse

¹⁴ Sobre a análise da atipicidade de operações como indício de insider trading, PAS CVM RJ2014/3616, j. 13.11.2018.

¹⁵ 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.*”



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

timing perfeito das aquisições das ações da TPI também é outro forte indicativo da utilização da informação relevante ainda não divulgada.

28. Ainda 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. Evidentemente que 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*” 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.

29. No caso em exame, o Acusado alega ter adquirido mais R\$15 mil em ações da TPI no dia 25.11.2016, quando o mercado já teria assimilado a informação relevante. Esse comportamento seria, no seu ver, importante elemento de prova de que não teria feito uso de informação privilegiada. Entretanto, as circunstâncias do processo não autorizam o reconhecimento desse contraindício.

30. A primeira circunstância a enfraquecer o argumento do Acusado refere-se à parcela reduzida de capital utilizada para adquirir, após a divulgação do fato relevante, ações da TPI. Como visto, é bem superior a intensidade da compra (R\$106 mil) antes da divulgação. Segundo, a narrativa constante da gravação telefônica demonstra que Aristido tinha absoluta convicção na valorização das ações, seguro da informação que a cotação das ações da TPI, com a divulgação da emissão privada, poderia atingir R\$12,00. Deste modo, a partir da confirmação da divulgação da informação relevante, e mesmo após destacada valorização, o Acusado decidiu reforçar sua aposta na alta das ações. Terceiro, o Acusado vendeu todas as suas ações cinco pregões depois da divulgação do fato relevante e apenas dois após esta última compra. Caso tivesse permanecido com as ações em carteira por mais tempo, poder-se-ia cogitar pela presença de um real contraindício da prática irregular.

31. Além disso, a existência da compra de ações após a divulgação do fato relevante não é suficiente para modificar, no presente caso, todas as evidências acerca do uso da informação privilegiada já discutidas neste voto, pois, do contrário, bastaria ao *insider* negociar qualquer quantidade de ações, após a divulgação do fato relevante, para evitar sua responsabilização, o que claramente afrontaria o que busca proteger a norma de combate ao uso de informação privilegiada.

32. Melhor sorte não merece o argumento do Acusado de que sua decisão de investimento teria por fundamento estudo realizado com informações públicas, tais como matérias jornalísticas e informes financeiros sobre a TPI, complementado com a análise fundamentalista publicada por um site na internet.



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

33. De fato, foram divulgadas matérias jornalísticas sobre a necessidade de a Companhia reduzir o seu endividamento de curto prazo, entretanto, o conteúdo dessas reportagens não tinha aptidão para despertar o interesse dos investidores, como quer fazer crer o Acusado.

34. A primeira notícia colacionada pelo Acusado relata renegociação de dívida com o BNDES (Doc SEI nº [0268528](#)) que, ao final, não alterou essencialmente as condições do empréstimo de R\$776,3 milhões, uma vez que apenas postergou a data de pagamento de 15 de outubro para 15 de dezembro de 2016.

35. Do mesmo modo, a segunda reportagem aduzida pelo Acusado (Doc SEI nº [0268529](#)) descreve a delicada situação financeira vivenciada pela TPI, enfatizando que a Companhia, “*agora endividada, tem dificuldades para honrar débitos com vencimento próximo e considera novos empréstimos e venda de ativos*”. A bem da verdade, essa reportagem demonstra bastante ceticismo com a possibilidade de a Companhia conseguir reduzir sua dívida no curto e médio prazo, com reflexo negativo na distribuição de dividendos, conforme se depreende do trecho reproduzido a seguir:

com o forte ciclo de investimentos nos próximos três ou quatro anos por causa das novas concessões, a alavancagem da empresa deve dobrar, diz a Fitch. **Nosso rating considera que a Triunfo não conseguirá reduzir sua dívida no curto e médio prazos** e a geração de dividendos será inferior às despesas financeiras. [grifos da Acusação]

36. As duas reportagens não têm qualquer relação com a recomendação de compra trazida à luz pelo Acusado, pois esta é a única fonte de informação com viés verdadeiramente positivo para os negócios da TPI. Essa recomendação se lastreia na crença de que a Companhia não estaria insolvente, acreditando, por isso, na geração de riqueza a partir das concessões detidas pela TPI, diferentemente da precificação realizada pelos demais agentes do mercado.

37. Como se vê, as informações claramente não se complementam. E mais, nem a recomendação de compra nem as matérias sobre a TPI sequer cogitaram a possibilidade da entrada de um novo sócio mediante aumento de capital. Além disso, o comportamento do Acusado consistente na venda das ações pouco tempo depois da divulgação do fato relevante não parece ser o comportamento esperado daquele que se fiou na mencionada recomendação para comprar as ações, uma vez que a mencionada análise se refere às perspectivas de médio e longo prazo da Companhia, incompatíveis, portanto, com a fugaz negociação do Acusado.

38. Neste passo, o Acusado traz em seu socorro a existência de precedente excepcional do Colegiado no qual a força probatória do indício relativo ao conteúdo das gravações telefônicas foi reduzida face às demais circunstâncias do caso concreto. Tenho, entretanto, que o julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10082, de 09.03.2017, não representa precedente aplicável ao caso dos autos.

39. Isso porque, tendo participado do julgamento, registro meu entendimento de que foi determinante para enfraquecer referido indício a falta de precisão, no diálogo gravado, do conteúdo



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

que viria a ser divulgada pela Companhia. Esse fato, somado aos demais contraindícios, suscitou dúvidas ao Colegiado, que absolveu o acusado em concretização ao princípio da presunção de inocência.

40. No presente caso, o Acusado, ao revelar ao intermediário as razões da aquisição das ações, faz expressa indicação do que exatamente viria a ser divulgado no fato relevante. Ou seja, entre as diversas informações públicas sobre a TPI contidas nos autos, nenhuma mencionou minimamente o que seria divulgado no fato relevante, cujo conteúdo o Acusado acerta precisamente no diálogo com o intermediário.

41. Resta, assim, evidente que o Acusado não se valeu de informações públicas ou informações técnicas para respaldar suas negociações, como alega, mas sim utilizou informações sigilosas e ainda não divulgadas sobre a emissão privada da TPI. De posse dessa informação e sabedor da potencial valorização que se seguiria à divulgação, o Acusado negociou as ações com a firme convicção de que tal informação proporcionaria oportunidade única de obter lucro fácil. Quando percebeu que o fato relevante não conseguiria conduzir as ações da TPI para o nível de preço imaginado, o Acusado decidiu rapidamente vender, com prejuízo de R\$2 mil, sua participação na Companhia.

42. Neste ponto, cabe destacar que, embora o Acusado não tenha obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada, a legislação de regência tem por finalidade coibir e punir a “intenção” do agente de auferir vantagem indevida¹⁶. Deste modo, o resultado negativo com as negociações não altera a reprobabilidade da conduta do Acusado comprovada neste processo, pois a existência de vantagem econômica não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, conforme entendimento consolidado desta CVM¹⁷.

43. Ressalto, por fim, que os fatos do presente caso são tão eloquentes e característicos de uso de informação privilegiada que a própria Corretora prontamente identificou a operação ilícita e comunicou o ocorrido à CVM.

V. CONCLUSÃO E PENALIDADE

¹⁶ O entendimento da CVM sobre o assunto está bem refletido no voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade, no julgamento do PAS nº 04/2004, de 28.06.2006: “a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.”

¹⁷ Ver neste sentido PAS CVM nº RJ2013/2714, Dir. Rel. Luciana Pires Dias, julgado em 7.10.2014; PAS CVM nº 22/04, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 20.6.2007; PAS CVM nº RJ2003/5627, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, julgado em 28.1.2005; e PAS CVM nº 17/02, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 25.10.2005.



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

44. 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 Aristido Richert negociou ações da TPI ciente da iminente emissão valores mobiliários pela Companhia, para, com isso, melhorar sua estrutura de endividamento. Assim, considerando, de um lado, a gravidade da infração e, de outro, os bons antecedentes do Acusado, e com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação do Acusado, à penalidade¹⁸ de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404/76, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02.

45. Por fim, impende oficiar a Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro para conhecimento do teor deste julgamento e análise das providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência, em complemento ao Ofício nº 82/2017/CVM/SGE (Doc. SEI nº [0298395](#)).

É o voto.

Rio de Janeiro, 03 de março de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR

¹⁸ No mesmo sentido, a penalidade aplicada no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785, de 4 de julho de 2017.