



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 Nº 19957.002923/2017-81

Reg. Col. nº 1942/20

Acusados: Platina Investimentos Ltda.	Ricardo Barreto Bulcão de Vasconcellos
Eduardo da Silva Coutinho	Nelson Vidal Lacerda de Godoy
Sérgio Savelli de Menezes	RTI Vertex Investimentos Ltda.
Nobel Administração e Gestão de Recursos Ltda.	Rodrigo Badra Tamer
Marcelo Caleffi Sperb	Mitsuko Yamasaki Kaduoka
Marco Aurélio Virzi	Lionel Chulam
Carlo Frederico Castilho Malta	Rodolfo Medina

Assunto: Apurar eventual utilização de informações privilegiadas em negociações com ações ordinárias de emissão da Diagnósticos da América S.A., no âmbito da BM&FBovespa, no período anterior à publicação, em 23.12.2013, do edital de oferta pública de aquisição de ações.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores em face dos Acusados para apurar eventual responsabilidade por alegada prática de *insider trading*, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02.
2. A SPS apontou que, com base em estudo do comportamento estatístico de preços,

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“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

quantidades, volumes financeiros e volatilidade de cotações envolvidos nas negociações de DASA3, vis-à-vis à evolução do Ibovespa², entre 01.10.2013 e 31.03.2014, período que abrangeu a elaboração, a aprovação, a publicação e a efetivação da OPA para fechamento de capital da Companhia, corroborou os indícios de vazamento de informação antes da publicação, em 23.12.2013, do edital da oferta.

3. Não tendo identificado indícios de irregularidade em negócios com DASA3 envolvendo diretamente participantes da elaboração da OPA — detentores primários da alegada informação privilegiada, consistente nos trâmites envolvendo a OPA da DASA —, a GMA-2 direcionou o foco das investigações para a identificação de “*outros investidores cujas estratégias de atuação com ações da DASA tenham se destacado no período investigado*”.

4. Nesse sentido, a Acusação apontou que os Acusados realizaram, em nome de investidores ou em nome próprio, negócios com ações da DASA utilizando de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, tendo destacado como conjunto de indícios do uso de informação privilegiada nas operações com ações da DASA:

- (i) a atipicidade das operações;
- (ii) o volume das operações;
- (iii) a rentabilidade auferida com as operações;
- (iv) a prioridade circunstancial de alocação de recursos em ações da DASA;
- (v) o *timing* das operações de compra e de venda;
- (vi) a justificativa dos Acusados acerca da razão dos investimentos realizados; e
- (vii) a rede de relacionamentos dos Acusados.

5. Os Acusados, por sua vez, apresentaram diferentes conjuntos de contraindícios, os quais serão analisados separadamente em relação a cada acusado.

² O objetivo do Ibovespa, índice calculado e publicado pela BM&FBovespa, “*é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro*”.



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

II. PRELIMINARES

II.A *Ilegitimidade passiva*

6. Platina Investimentos e Eduardo Coutinho arguíram, preliminarmente, que, *“na falta da apresentação, por parte da Acusação, de uma prova indiciária, este PAS deve ser julgado extinto, devido à completa e patente ilegitimidade passiva dos Defendentes”*.

7. No entanto, a análise acerca da existência ou não de prova indiciária em relação aos acusados se confunde com o mérito, razão pela qual rejeito a preliminar suscitada.

8. A propósito, vale destacar que a PFE-CVM, responsável por verificar o preenchimento dos requisitos legais constantes no art. 6º da ICVM nº 607/2019 (vigente à época), concluiu pela adequação do Relatório de Inquérito (*“Relatório de Inquérito”*)³.

II.B *Inobservância dos princípios constitucionais da isonomia e impessoalidade e inépcia do Termo de Acusação*

9. Sergio Menezes arguiu em sede de preliminar a *“total invalidade da acusação, que se satisfaz com meras suspeitas e escolheu se voltar tão somente contra alguns dos supostos partícipes dos atos que considerou ilícito”*.

10. No mesmo sentido, o referido acusado arguiu a inépcia do Relatório de Inquérito, *“tendo em vista que a narrativa e a argumentação desenvolvidas são discrepantes e inaptas a permitir a conclusão pretendida pela Acusação, no que tange à autoria e materialidade dos ilícitos imputados ao Defendente”*.

11. Entendo que as preliminares não merecem prosperar. A Acusação imputou aos Acusados infração de *insider trading* com base em prova indiciária, o que é plenamente aceito por esta Autarquia. Não cabe, contudo, realizar a análise acerca da suficiência de tal prova indiciária em sede de preliminar.

12. Quanto ao fato de a SPS não ter formulado acusação em face de pessoas que investigou ainda em fase do Inquérito Administrativo, entendo que não se trata de violação ao princípio da impessoalidade, e sim do exercício esperado de que a Acusação somente

³ Doc. 0906534.



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

impute a alegada infração quando entender ter detectado elementos probatórios de irregularidades em relação às pessoas investigadas, sem prejuízo da posterior análise de suficiência de tais elementos probatórios pelo Colegiado da CVM.

II.C Violação ao princípio da ampla defesa

13. Lionel Chulam e Rodolfo Medina argumentaram que, “*a acusação, tal como apresentada, impossibilita o exercício basilar, por parte dos Defendentes, do seu direito de ampla defesa e ao contraditório*”.

14. Rejeito a preliminar suscitada. Os referidos acusados tiveram oportunidade para apresentar seus argumentos e eventuais elementos de prova que entendessem pertinentes ainda em fase investigativa e, ademais, posteriormente, apresentaram extensa defesa escrita em que contestam, de forma robusta e embasada, os argumentos produzidos pela peça acusatória, demonstrando, assim, o exercício pleno de seu direito ao contraditório e à ampla defesa.

15. Especificamente em relação à alegada violação ao direito à ampla defesa em razão de não ter podido haver oitiva do Sr. E.G.B. em razão do seu falecimento, também entendo não assistir razão aos acusados. Com efeito, tendo em vista que o Sr. E.G.B. seria fonte primária da informação privilegiada e, alegadamente, poderia vir a ser acusado em razão de repasse da informação privilegiada aos referidos acusados — tendo, portanto, interesse direto na absolvição dos mesmos —, seu depoimento não seria desinteressado e, portanto, não seria imprescindível ao julgamento deste caso.

16. Ademais, ao contrário do sustentado pelos acusados, o lapso temporal entre as operações em análise e a formulação da acusação está em conformidade com as normas legais previstas.

II.D Prescrição da pretensão punitiva da CVM

17. RTI Vertex e Rodrigo Tamer suscitaram a prescrição da pretensão punitiva da CVM, com fundamento no art. 1º da Lei nº 9.873/99, uma vez que “[o]s fatos narrados no Termo de Acusação ocorreram no período entre 01 de outubro de 2013 a 31 de março de 2014 e, portanto, a pretensão punitiva prescreveu em 31 de março de 2019. O Termo 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

www.cvm.gov.br

Acusação somente foi emitido em 29 de novembro de 2019, ou seja, mais de 6 (seis) meses depois de decorrido o prazo quinquenal previsto em lei”.

18. Não assiste razão aos acusados.

19. Nos termos da art. 1º da Lei nº 9.873/99⁴, a ação punitiva da Administração Pública Federal prescreve em 5 (cinco) anos, contados da prática do ato ou do dia em que tiver cessado a conduta irregular. Os atos interruptivos da prescrição punitiva, por sua vez, encontram-se descritos no art. 2º⁵ da Lei nº 9.873/99, destacando-se o inciso I, que trata da hipótese de notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; e o inciso II, que trata da interrupção da prescrição por qualquer ato inequívoco de apuração.

20. No caso concreto, a CVM abriu o Processo SP-2014-004 ainda em 08.01.2014, de modo a analisar os negócios envolvendo DASA3 entre 01.10.2013 e 31.03.2014⁶. Após análise da GMA-2⁷, foi instaurado o Inquérito Administrativo ainda em 31.03.2017, o qual culminou, após diversos atos de apuração das potenciais irregularidades analisadas neste PAS, na lavratura do Relatório de Inquérito em 29.11.2019. Os referidos acusados, por sua vez, foram citados para apresentar defesa em 08.01.2020⁸.

21. Não há que se falar, portanto, em prescrição no caso ora analisada, haja vista os diversos atos interruptivos da prescrição punitiva acima mencionados.

⁴ “Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.”

⁵ “Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva; I - pela citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III - pela decisão condenatória recorrível; IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal”.

⁶ Doc. 0233793.

⁷ Doc. 0234543.

⁸ Doc. 1060888.



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

II.E Irretroatividade da norma

22. RTI Vertex e Rodrigo Tamer argumentaram, ainda, que “*o Termo de Acusação encontra-se em completa dissonância com a norma vigente à época dos fatos e ainda com a realidade fáctica [sic] carregada aos autos do PAS pela própria CVM. Todo embasamento do Termo de Acusação com relação aos recorrentes se baseia no mesmo art. 27-D, mas com a redação que foi dada pela Lei nº 13.506/2017, ou seja quase 4 (quatro) anos depois*”.

23. Entretanto, conforme se verifica do Relatório de Inquérito, a infração imputada a todos os Acusados consiste na violação ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da ICVM nº 358/02, e não ao dispositivo citado pelos referidos defendentes.

24. Desse modo, rejeito, também, a preliminar de retroatividade da norma.

II.F Prescrição intercorrente

25. Em sede de memorial, Sérgio Menezes⁹, Lionel Chulam e Rodolfo Medina¹⁰ arguíram a prescrição intercorrente, nos termos do art. 1º, §1º, da Lei nº 9.873/99, uma vez que “*a Defesa foi protocolada no dia 04/03/2020 e, até a data de 04/03/2023 – marco temporal para a verificação da prescrição intercorrente -, ocorreram apenas atos insuscetíveis de interromper a prescrição, como a apresentação de propostas de termos de compromisso, a distribuição e as redistribuições do Processo*”.

26. No entanto, a preliminar não merece prosperar.

27. Conforme indicado no Relatório, o processo foi originalmente distribuído ao então Diretor Henrique Machado, em 13.10.2020¹¹. Com o fim do seu mandato, o processo foi provisoriamente redistribuído ao então Diretor Gustavo Gonzalez, em 12.01.2021¹², ao então

⁹ Doc. 1856372.

¹⁰ O memorial apresentado por Lionel Chulam e Rodolfo Medina foi enviado por e-mail, no dia 08.08.2023.

¹¹ Doc. 1117378.

¹² Doc. 1176172.



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

Diretor Alexandre Rangel em 09.03.2021¹³, que se declarou impedido em 24.03.2021¹⁴, à Diretora Flávia Perlingeiro, em 01.04.2021¹⁵, ao então Diretor Fernando Galdi, em 09.09.2021¹⁶, e, finalmente, distribuído à minha relatoria, em 11.01.2022¹⁷.

28. Ainda que se considerasse apenas a primeira distribuição do processo ao relator original, verifica-se que não houve o decurso do prazo trienal. Afinal, “*prevalece no Colegiado desta CVM o entendimento de que a designação de novo relator configura ato de impulsão do processo, apto a interromper a prescrição intercorrente*”¹⁸.

29. No mesmo sentido, o CRSFN sedimentou entendimento de que “*a transferência de processos entre relatores é um ato que interrompe a prescrição intercorrente*”¹⁹. Cabe ressaltar que a interrupção do prazo da prescrição intercorrente em tal hipótese, além de ser o entendimento que tem prevalecido no Colegiado da CVM — e sido mantido pelo CRSFN —, foi, recentemente, sumulada pelo CRSFN²⁰. Assim, nem é necessário adentrar a questão sobre a interrupção de prescrição intercorrente por redistribuição de relatoria, que tem prevalecido no Colegiado e foi recentemente sumulada pelo CRSFN.

30. De igual forma, o Tribunal Regional Federal da 2ª Região já sedimentou o entendimento de que “*quando a Administração pratica atos que impulsionam o processo,*

¹³ Doc. 1212194.

¹⁴ Doc. 1224347.

¹⁵ Doc. 1230098.

¹⁶ Doc. 1342551.

¹⁷ Doc. 1424432.

¹⁸ PAS CVM nº RJ-2013/2759, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 20.02.2018. A título exemplificativo, tal entendimento foi firmado nos PAS CVM nº 06/2014, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. em 16.11.2021; PAS CVM nº 08/2004, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 06.12.2012; PAS CVM nº 02/2011, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 08.12.2015; e PAS CVM nº 2011/3823, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 09.12.2015.

¹⁹ Processo nº 10372.100139/2019-04, 451ª Sessão, Relator Sérgio Cipriano dos Santos, j. em 11.08.2021.

²⁰ Súmula CRSFN nº 5, de 12 de maio de 2023 – “*A distribuição e a necessária redistribuição de processos sancionadores para relatoria por integrantes de órgãos colegiados configuram movimentação processual essencial para impulsionar o processo rumo ao seu julgamento e descaracterizam o pressuposto de paralisação da prescrição intercorrente*” (DOU de 15.05.2023, edição 91, Seção 1, pág. 32).



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

*ainda que seja despacho de mero expediente, não estará caracterizada a inércia da mesma, não havendo, portanto, que se falar em prescrição intercorrente a que se refere o artigo 1º, § 1º, da Lei nº 9.873/99*²¹.

31. Além disso, em 29.06.2021, foram aceitas propostas de Termo de Compromisso em relação a J.E.T.A.L., J.F.G.N. e M.C.P.C. e rejeitadas as propostas apresentadas por Platina Investimentos e Eduardo Coutinho, Nobel e Marcelo Caleffi, Marco Virzi, Ricardo Bulcão e Mitsuko Kaduoka²², e, em 05.04.2022, foi aceita proposta de Termo de Compromisso de A.M.G.²³, o que evidencia que não houve qualquer inércia desta Autarquia no presente PAS.

32. Atos de negociação de termo de compromisso, e mais ainda de sua celebração, são expressamente previstos como eventos interruptivos de prescrição, nos termos do já mencionado art. 2º da Lei 9.873/99, cujo inciso V se refere como apto a interromper a prescrição da pretensão punitiva *“qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal”*.

33. Ademais, cabe mencionar a Medida Provisória nº 928, publicada em 23.03.2020, que dispôs sobre as *“medidas de enfrentamento da emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do coronavírus”*, por meio da qual foi suspenso o

²¹ Vale transcrever o acórdão na íntegra: *“Processo Administrativo. ANP. Prescrição Intercorrente. Art. 1º, §1º, Lei 9.873/99. inócrrrente. I - Inicialmente, cumpre trazer à colação o teor do art. 1º, § 1º, da Lei n.º 9.873/99, o qual dispõe que “incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho”. II - Em sendo assim, instaurado o procedimento administrativo, caso a Administração deixe o mesmo pendente de julgamento ou despacho por mais de três anos, forçoso será reconhecer a prescrição da pretensão punitiva. III - In casu, pela análise dos documentos acostados aos autos, não se depreende que o procedimento administrativo ora em análise ficou paralisado desde a autuação, pendendo de julgamento ou despacho por mais de três anos. IV - Destarte, cumpre destacar que, quando a Administração pratica atos que impulsionam o processo, ainda que seja despacho de mero expediente, não estará caracterizada a inércia da mesma, não havendo, portanto, que se falar em prescrição intercorrente a que se refere o artigo 1º, § 1º, da Lei nº 9.873/99 V - Remessa Necessária e Apelação da ANP providas”* (TRF da 2ª Região, Sétima Turma Especializada, Processo nº 2004.5101.0140181, Rel. Des. Reis Friede, j. 02.03.2011).

²² Doc. 1314255.

²³ Doc. 1493415.



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

transcurso dos prazos prescricionais para aplicação de sanções administrativas previstas na Lei nº 9.873/1999, até 20.07.2020.

34. Por tais motivos, rejeito a preliminar suscitada de prescrição intercorrente no presente processo.

III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

35. Consoante exposto acima, a acusação formulada contra os acusados, de *insider trading*, foi fundamentada nos art. 155, §4º, da LSA c/c o art. 13, §1º, da ICVM nº 358/02:

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 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.

36. O Colegiado desta Autarquia já sedimentou entendimento de que a caracterização da infração por *insider trading* na esfera administrativa se compõe pelos seguintes elementos: **(i)** a existência de uma informação relevante, ainda não divulgada ao mercado; **(ii)** o acesso privilegiado a tal informação; **(iii)** sua efetiva utilização em uma negociação com valores mobiliários do emissor ao qual à informação se refere; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem indevida para si ou para terceiros.

37. No caso em análise, todos os Acusados figuram como *insiders* secundários, isto é, supostamente tiveram acesso à informação privilegiada de forma indireta, ou seja, em última análise, na origem obtida por alguém 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*” (ICVM nº 358/02, art. 13, *caput*).



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

38. Tendo em vista que, em casos envolvendo *insider* secundário, não se aplica a presunção relativa de acesso prevista na ICVM nº 358/02, cumpre à acusação comprovar a presença dos elementos do ilícito administrativo²⁴, listados no item 36 acima.

39. Naturalmente, é de se esperar que existam poucas provas claras acerca da referida prática ilícita, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração — que, além de ilícito administrativo, consiste em crime contra o mercado de capitais (Lei nº 6.385/76, art. 27-D) — e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.

40. Nesse sentido, a análise de indícios²⁵ e contraindícios é de suma importância para apuração dos fatos e correto julgamento da lide.

41. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação do acusado, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia²⁶. De forma contrária, como bem pontuado pela então Diretora Norma Parente, “[a] existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve

²⁴ “Com relação aos ‘insiders primários’, existe, na esfera do direito administrativo sancionador, uma presunção júris tantum de que, tendo em vista a posição que ocupam na companhia, eles detêm a informação relevante e que, por essa razão, a eventual negociação com papéis de emissão da companhia é irregular. Contudo, com relação ao ‘insider secundário’, não existe tal presunção, cabendo à CVM a produção de prova efetiva de que ele tinha conhecimento dos fatos não revelados ao mercado” (EIZIRIK, Nelson et. al. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. 3ª. ed. rev. ampl. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2011, pp. 563-564).

²⁵ Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

²⁶ Neste sentido, importante transcrever excerto do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011: “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”. No âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. 19.07.2016, o Diretor Gustavo Tavares Borba, assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de ‘indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.” No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. 14.10.2021.



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

*conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência*²⁷.

42. Como o *insider trading*, além de infração administrativa, se trata de ilícito de natureza penal (cuja pena é reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem obtida indevidamente com o ilícito), entendo ser ainda mais imprescindível a existência de um robusto conjunto de elementos probatórios para fins de responsabilização do acusado.

IV. AUTORIA E MATERIALIDADE

43. Feitas as breves considerações teóricas acerca do *insider trading*, passo à análise de autoria e materialidade de cada acusado.

44. De modo a facilitar a compreensão da lide, destaca-se abaixo a cronologia dos principais eventos trazidos no Termo de Acusação:

01.10.2013	Início dos trabalhos de elaboração da OPA da DASA
04.12.2013	Divulgação de fato relevante pela DASA comunicando sobre decisão do CADE acerca da operação de incorporação da MD1 pela DASA
09.12.2013	Aprovação da OPA pelo Conselho de Administração da Cromossomo
13.12.2013	Publicação da reportagem no InfoMoney (“ <i>Mercado ‘compra’ rumor de fechamento de capital da Dasa; ação sobe 15% na semana</i> ”)
23.12.2013	Publicação da OPA da DASA

45. Conforme descrito no Relatório de Inquérito, a MD1 era controlada por E.G.B. e D.P.G.B., que formalizaram a constituição da Cromossomo, ofertante da OPA, em dezembro de 2013. A Acusação apontou que a transação envolvendo MD1 e DASA em 2010 (e aprovado em dezembro de 2013 pelo CADE, com algumas restrições) marcou o início da participação acionária majoritária de E.G.B. e D.P.G.B. (e, conseqüentemente, da Cromossomo) na DASA.

²⁷ PAS CVM nº 06/95, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j. em 05.05.2005.



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

46. Em relação à decisão do CADE, a SPS pontuou que “*a evolução do processo naquela autarquia eventualmente exerceu influência sobre o processo de elaboração e realização da OPA*”.

47. No tocante à aprovação da OPA pelo Conselho de Administração da Cromossomo, em 09.12.2013, a Acusação destacou que se tratava, necessariamente, de uma informação confidencial.

48. Quanto à reportagem publicada no InfoMoney²⁸ em 13.12.2013, a SPS destacou os seguintes trechos:

“Na contramão de mais uma semana em que o Ibovespa caminha para o fechamento com perdas, a ação da Dasa (DASA3) tem surpreendido o mercado com uma forte alta na casa dos 15% entre a última segunda-feira (9) e esta sexta-feira (13). Segundo operadores do mercado consultados pelo InfoMoney, o movimento deve-se aos rumores de que a empresa dona dos laboratórios Delboni e Lavoisier estaria interessada em fechar seu capital na Bovespa.

‘A gente ouviu esse rumor, clientes falaram sobre isso. Nós fomos uns dos maiores compradores do papel, que registrou um volume absurdo nesses últimos dias’, afirmou um operador que não quis se identificar.

Recentemente, a Dasa desistiu da possibilidade de comprar o Fleury (FLRY3) por conta da lentidão do Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) em avaliar a legitimidade dos negócios. Em 2011, a companhia viu o órgão antitruste suspender seu acordo com a MD1, que só foi aprovado dois anos depois. Segundo fonte ouvida pelo InfoMoney que pediu anonimato, se o Cade demorou 2 anos para aprovar a compra do MD1 e ainda colocou restrições, ele nunca aprovaria a compra do Fleury pela Dasa.” (grifos aditados)

49. Ainda que tenham sido divulgadas informações sobre um possível fechamento de capital da DASA na mídia, a ausência de aspectos de precisão e certeza em relação à OPA não alteraram o caráter de boato de tal informação naquela data, de forma que não haveria elementos para a conclusão de que a informação referente à realização de OPA teria se tornado pública antes da divulgação do fato relevante divulgado em 23.12.2013.

50. Com efeito, realizar operações no mercado de valores mobiliários com base em rumores de mercado não é vedado pelo ordenamento jurídico brasileiro, mas sim o uso de informação relevante e sigilosa. Evidentemente, a diferenciação entre um e outro trata-se, na

²⁸ Doc. 0729570.



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

maioria dos casos, de prova extremamente difícil de se produzir, uma vez que está atrelada ao grau de certeza conferido a uma informação efetivamente recebida pelo investidor.

51. Entendo que restou demonstrado nos autos — consoante apontado na reportagem acima noticiada; no estudo do comportamento estatístico descrito no item 2 deste voto; e nos depoimentos dos próprios acusados — que a elevação acentuada das cotações e alteração significativa de volume e outros indicadores de comportamento das ações de emissão da DASA, inclusive mais notadamente entre 10 e 22 de dezembro, se mostraram sintomáticos no sentido de que houve vazamento da informação privilegiada, consistente na realização de OPA da DASA, cujo desenvolvimento teve início em outubro de 2013, antes da publicação do edital da oferta em 23.12.2013.

52. Quanto à análise estatística das operações em tela, saliento que diversos estudos de caso²⁹ obtiveram sucesso em demonstrar que os parâmetros de volume, liquidez e volatilidade são, de fato, impactados quando há prática de *insider trading* e tais oscilações, quando demonstradas, são utilizadas como provas indiciárias para imputar-se o ilícito³⁰.

53. Outro importante fator a ser analisado consiste no histórico de negociação dos investidores acusados e nas razões apresentadas quanto aos fundamentos adotados para o

²⁹ Camila Araújo Machado bem evidenciou as métricas e os parâmetros em que se pode tomar seguramente como base para atestar a ocorrência de *insider*: “[o] ‘retorno anormal’ reflete o comportamento atípico das ações quando determinado evento causa mudanças significativas no seu preço. Como para o cálculo dos retornos anormais utiliza-se a diferença entre o retorno da ação e seu retorno projetado, quanto maior a diferença entre eles no período analisado da janela de evento, maior a possibilidade de ter ocorrido *insider trading*.” (p. 77), <http://ppgcont.unb.br/images/PPGCCMULTI/mest_dissert_185.pdf> último acesso em 17.07.2023; da mesma forma, em “*Empirical Analysis of Insider Trading in recent brazilian Mergers And Acquisitions*”, <https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2007_tr590444_9881.pdf> último acesso em 17.07.2023, foi esmiuçado detalhadamente quais métricas pode se utilizar na análise estatística e matemática de eventuais utilizações de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado. Os autores bem demonstram as tendências gráficas de quando *insiders* negociam no mercado dias ou semanas antes da divulgação de fato relevante, assim como a oscilação abrupta e suspeita do mercado durante o pregão de divulgação, e por fim os dias posteriores a esta divulgação.

³⁰ Como bem demonstrou Ives Nahama Gomes e Mariana Dionísio de Andrade em “*Which are the means of evidence in the insider trading crime in United States of America? the decision analysis methodology applied to search of answers*” (p. 408-409), <<https://www.scielo.br/j/rbdpp/a/J5ZjVbKTZybKknzD5dsHrFJ/?format=pdf&lang=pt>> último acesso em 17.07.2023, observa-se a tendência dos Tribunais americanos, em diferentes estados da federação, em acolherem, de fato, os parâmetros e análises estatísticas que incluem tanto o período anterior a divulgação de um fato, como a imediatamente posterior, em que se observa a prática consumada do *insider*.



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

investimento, uma vez que pode ser capaz de evidenciar que a negociação sob exame seria esperada e plausível ou, pelo contrário, se evidencia a atipicidade da mesma ou a implausibilidade do fundamento alegado, de modo a reforçar a tese acusatória³¹.

54. A CVM já sedimentou entendimento de que, “*caso os indícios da infração sejam robustos, múltiplos e convergentes, não se afigura necessário que se prove o caminho que a informação percorreu até aquele que a utilizou indevidamente*”³².

55. Destaco, também, consoante amplamente sedimentado pela CVM³³, que a mera existência de uma relação de amizade não é suficiente para evidenciar indício de repasse de informações confidenciais.

56. Assim, para se avaliar se uma operação ocorreu mediante o uso de informação privilegiada, torna-se necessário realizar uma análise conjuntural de todos os indícios e contraindícios pertinentes. Havendo contraindícios suficientes a suscitar dúvida razoável acerca do cometimento da infração, fragilizando a linha acusatória de que os indícios reunidos seriam fortes e convergentes, impõe-se a absolvição do acusado, em observância ao princípio da presunção de inocência.

57. Para não tornar este voto desnecessariamente repetitivo, insta esclarecer que os argumentos apresentados pela Acusação e pelos Acusados, assim como os respectivos indícios e contraindícios, estão expostos no Relatório.

Platina Investimentos e Eduardo Coutinho

58. Em relação aos referidos acusados, Platina Investimentos e seu sócio e diretor responsável Eduardo Coutinho, vislumbro que foram apresentados contraindícios suficientes a inspirar dúvida razoável quanto à configuração da infração e, assim, infirmar a tese

³¹ Nesse sentido: PAS CVM n° 19957.003780/2017-25, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 03.03.2020.

³² PAS CVM n° 01/2014, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19.06.2018. Outros exemplos; PAS CVM n° RJ2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18.12.2015; PAS CVM n° RJ2015/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21.07.2015; e PAS CVM n° 24/2005, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 07.10.2008.

³³ PAS CVM n° 26/2010, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 07.08.2018; PAS CVM n° 13/00, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 17.04.2002.



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

www.cvm.gov.br

acusatória, razão pela qual, em observância ao princípio da presunção de inocência, entendo que não devem ser responsabilizados pela imputação de *insider trading*.

59. Conforme apontado no Relatório de Inquérito, o Sr. E.R.H., principal cliente da Platina Investimentos e maior beneficiário individual em relação aos ganhos auferidos com ações DASA3 realizados pela gestora, possuía relação de confiança com Eduardo Coutinho, tendo sido seu cliente quando este ainda trabalhava em uma corretora de valores mobiliários, e mantinha contato frequente com o referido acusado.

60. Consoante apontado pela Acusação, o Sr. E.R.H. era um dos principais sócios do BTG Pactual Holding S.A., chefe da mesa proprietária de ações daquela instituição financeira e fez parte de várias instituições do grupo BTG Pactual³⁴, ou seja, tinha relações prévias com a coordenadora líder da OPA.

61. Ainda que as atas³⁵ de assembleia geral ordinária do BTG Pactual Holding S.A. remetam a datas anteriores ao início da efetiva contratação daquela instituição financeira no âmbito da OPA da DASA, entendo que não foi de todo afastada a evidência de que E.R.H. tinha proximidade com membros da equipe de *investment banking* que atuaram na oferta, o que, ainda assim, não é por si só suficiente para autorizar uma condenação, cabendo analisar, como dito, todo o conjunto de indícios e de contraíndícios.

62. Pois bem. Os 4 fundos geridos pela Platina Investimentos compraram DASA3 no período de 09.10.2013 a 18.12.2013 e realizaram vendas de grande proporção a partir de 23.12.2013³⁶:

³⁴ Segundo dados acessados via SERPRO, E.R.H. foi administrador da BTG Pactual Corretora de Mercadorias Ltda. (29.03.2004 a 30.12.2008) e da BTG Pactual Gestora de Recursos Ltda. (desde 14.07.2008); sócio da BTG Pactual Participações Ltda. (18.05.2010 a 05.12.2011), da Nova Pactual Participações Ltda. (27.07.2006 a 13.10.2006), Pactual Capital Partners Participações Ltda. (desde 11.12.2006), da Pactual Participações Ltda. (03.12.1998 a 31.12.2005), Pactual Quotas Ltda. (25.08.2003 a 18.02.2005).

³⁵ 30.04.2013 e 17.05.2012 (doc. 0738593).

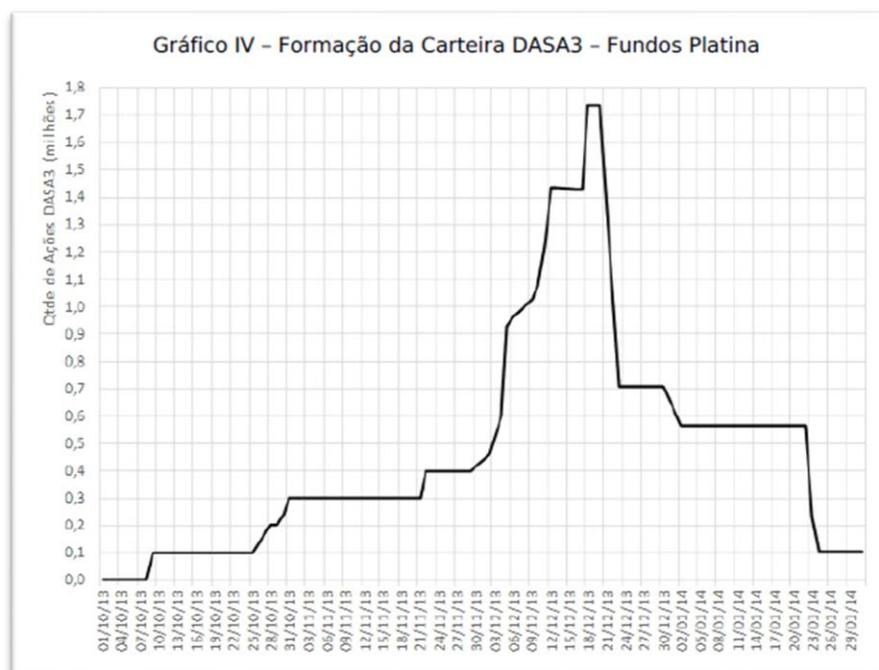
³⁶ Em 23.12.2013, foi vendido 59% da carteira agregada de DASA3, e até 24.01.2014, 94% de tais ações.



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



63. O investimento realizado em DASA3 alcançou a cifra de R\$ 21,8 milhões e correspondeu a 97% do total desinvestido em vinte e cinco ativos naquele período. As operações obtiveram uma expressiva rentabilidade bruta de 17,2%, que proporcionaram um resultado bruto total de R\$ 3.576.073,03. Platina Investimentos e Eduardo Coutinho não chegaram a apresentar contraindício específico a respeito desse aspecto, como a existência de outras operações com resultados parecidos, mas evidenciaram compras de ações de outras empresas da área de saúde, como Fleury (FLRY3) e Amil (AMIL3).

64. Por outro lado, ainda que, durante o período de 2 anos antecedentes a dezembro de 2013, tenha sido a única vez que tais fundos geridos pela Platina Investimentos tenham negociado DASA3, os acusados evidenciaram que realizaram negócios com ações da Odontoprev e da Fleury tanto em 2013 quanto em 2014, o que demonstra que o investimento no setor de saúde não se tratou de algo inédito à gestora, pelo contrário, se coaduna com a tese de investimento que sustentaram perseguir.

65. Os acusados comprovaram, também, que tinham como estratégia montar carteiras com concentração em poucos ativos e com exposição superior ao patrimônio líquido de seus fundos, havendo, portanto, um histórico coerente com sua estratégia agressiva de profissionais de mercado. Nesse sentido, apontaram que a Acusação apenas levou em



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

consideração a posição investida em DASA3 em relação ao patrimônio líquido dos fundos, sem examinar outras posições alavancadas, o que evidenciaria que “a alegação de que 94% da carteira do fundo Platina Portfolio LLC em DASA3 é inverídica”³⁷.

66. Em relação ao *timing* das operações, destaco a tabela apresentada no Relatório de Inquérito:

Data	Qtde. Comprada	Qtde. Vendida	Volume Comprado (R\$)	Volume Vendido (R\$)	Preço Médio de Compra no Dia (R\$)	Qtde. Comprada Acumulada	% Comprado Acumulado
09.10.13	100.000		1.252.206,00		12,52	100.000	5,8%
28.10.13	100.000		1.214.900,00		12,15	200.000	11,5%
30.10.13	40.000		474.916,00		11,87	240.000	13,8%
31.10.13	60.000		698.644,00		11,64	300.000	17,3%
22.11.13	100.000		1.247.961,00		12,48	400.000	23,1%
02.12.13	60.000		713.978,00		11,90	460.000	26,5%
03.12.13	60.000		716.031,00		11,93	520.000	30,0%
04.12.13	80.000		958.149,00		11,98	600.000	34,6%
05.12.13	330.000		4.084.049,02		12,38	930.000	53,6%
06.12.13	40.000	5.000	493.201,00	61.254,00	12,33	965.000	55,6%
09.12.13	60.000		732.697,00		12,21	1.025.000	59,1%
10.12.13	50.000		617.093,00		12,34	1.075.000	62,0%
11.12.13	150.000		1.917.620,00		12,78	1.225.000	70,6%
12.12.13	210.000		2.709.445,00		12,90	1.435.000	82,7%
13.12.13	9.000	10.000	120.130,00	133.357,00	13,35	1.434.000	82,7%
16.12.13	6.000	9.000	79.276,00	119.550,00	13,21	1.431.000	82,5%
17.12.13	4.000	4.000	53.072,00	52.840,00	13,27	1.431.000	82,5%
18.12.13	304.000		4.054.527,00		13,34	1.735.000	100,0%
23.12.13		1.025.000		15.175.529,00			
30.12.13		600		8.868,00			
02.01.14		146.000		2.104.444,00			
23.01.14		329.500		4.846.588,00			
24.01.14		129.000		1.896.013,00			

67. As compras de DASA3 por esses acusados se iniciaram em outubro, poucos dias após o início dos trabalhos da OPA, sendo que quase 20% das compras de DASA3 foi realizada no dia 05.12.2013, após a decisão do CADE acerca da incorporação da MD1 pela DASA, e outros 20%, aproximadamente, após a publicação da reportagem no InfoMoney, em 13.12.2013 — fatos que, a meu ver, corroboram a tese de defesa, uma vez que há plausibilidade entre a ocorrência de tais eventos e a justificativa de incremento de posição apresentada desde o início pelos referidos acusados.

³⁷ Segundo detalhado pelos acusados, “Na referida data, o fundo detinha investido em DASA3 (i) 31,5% de sua exposição bruta e (ii) 47,7% da exposição long, percentuais muito inferiores aos verificados pela Acusação. Como visto, tal exposição não é anormal para os fundos Platina, uma vez que, em 31/02/2014, o fundo Platina Portfolio LLC detinha investido em QGEP3 (i) 33,2% de sua exposição bruta e (ii) 45,6% de exposição long, conforme indicado acima no item 119 e seguintes acima” (doc. 1080703).



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

68. Ademais, os acusados afastaram o argumento apresentado pela Acusação no sentido de que “*não houve mudança significativa no perfil de compras após a divulgação do 3º ITR*” da DASA, ao demonstrarem que o bloco de ações comprado nos dias 22.11.2013 e 02, 03 e 04.12.2013 foi 50% maior que o bloco de ações comprado nos dias 28, 30 e 31.10.2013.

69. Platina Investimentos e Eduardo Coutinho apresentaram, ainda, justificativas consistentes com uma decisão fundamentada de investimento na DASA, como evidências de desavenças entre os executivos da companhia culminando com a saída da Diretora Financeira e a consequente crença em reestruturação da Companhia, as implicações da decisão do CADE, além de detalhada análise gráfica da ação e a divulgação das demonstrações financeiras do 3º trimestre de 2013 da DASA, em 11.11.2013.

70. Ainda que não deixe de reconhecer que também haja relevantes indícios a corroborar a tese acusatória, entendo que os acusados apresentaram contraindícios suficientes a enfraquecê-la e suscitar fundada dúvida quanto ao cometimento da infração.

71. Nesse sentido, Nelson Eizirik consagrou que “[m]ediante a aplicação analógica do princípio contido no artigo 156, do Código de Processo Penal, nos termos do qual a prova da alegação incumbirá a quem a fizer, [ou seja, a administração pública] compete à CVM demonstrar os fatos caracterizadores do ilícito, assim como a responsabilidade do presumido infrator. A ausência de provas deve acarretar o arquivamento do processo ou a absolvição do indiciado, pois milita a seu favor uma presunção relativa de inocência: ‘*in dubio pro reo*’”³⁸.

72. Pelo exposto, em observância ao princípio da presunção de inocência, concluo que Platina Investimentos e Eduardo Coutinho não devem ser responsabilizados pela prática de *insider trading*.

Sérgio Menezes

73. Pelos elementos juntados aos autos, entendo que o acusado também logrou êxito em apresentar contraindícios suficientes a infirmar a tese de prática de *insider trading*.

³⁸ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 427-428.



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

74. Sérgio Menezes, amigo pessoal de Eduardo Coutinho e, nas palavras da Acusação, “pessoa próxima” à Platina Investimentos, foi acusado de ter utilizado informações privilegiadas para negociar ações DASA3 em nome de seu pai e da esposa de um amigo no período de 12.12.2013 e 23.12.2013. Segundo a Acusação, Eduardo Coutinho teria sido o responsável por lhe repassar a informação privilegiada.

75. Como reconhecido pela própria Acusação, já haviam sido realizadas operações com DASA3 em nome do pai de Sérgio Menezes em outubro e novembro de 2012 e março de 2013, o que evidencia que não se tratou de uma operação inédita, pelo contrário, havia, no caso desse acusado, um histórico de negociação, independentemente de sua relação com outros acusados, evidenciando um contraindício importante.

76. Em seu depoimento prestado à CVM³⁹ e na defesa, o referido acusado demonstrou que realizou as operações com DASA3 em razão da análise gráfica da ação da DASA — tendo apresentado uma detalhada explicação técnica acerca do investimento realizado — e pela negociação atípica de volume daquele ativo através do site “dadosdabolsa.com.br”, bem como que os valores negociados em nome dos referidos terceiros correspondiam a uma pequena parcela de seus respectivos patrimônios, o que evidenciaria que se tratava de operações “conservadoras”, em sentido contrário ao comportamento usualmente verificado em negócios realizados com uso de informação privilegiada.

77. Sérgio Menezes acostou aos autos histórico de operações realizadas em nome de seu pai⁴⁰, tendo demonstrado que o volume de DASA3 operado foi baixo em comparação com o das demais operações realizadas habitualmente, correspondendo a menos de 3% do total transacionado naquele período, o que reforça também a inexistência de atipicidade.

78. Em relação ao *timing* das operações, Sérgio Menezes realizou compras apenas pontuais de DASA3 em três pregões (12, 13 e 18.12.2013), isto é, meses depois do início dos trabalhos da OPA da DASA e do início das compras da referida ação pela Platina Investimentos, e aumentou o volume de compra de tais ações quando a referida gestora

³⁹ Doc. 0527344.

⁴⁰ Doc. 1080759 (Anexo I).



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

estava indo em direção oposta, o que demonstra uma ausência de alinhamento de estratégia de investimentos entre eles.

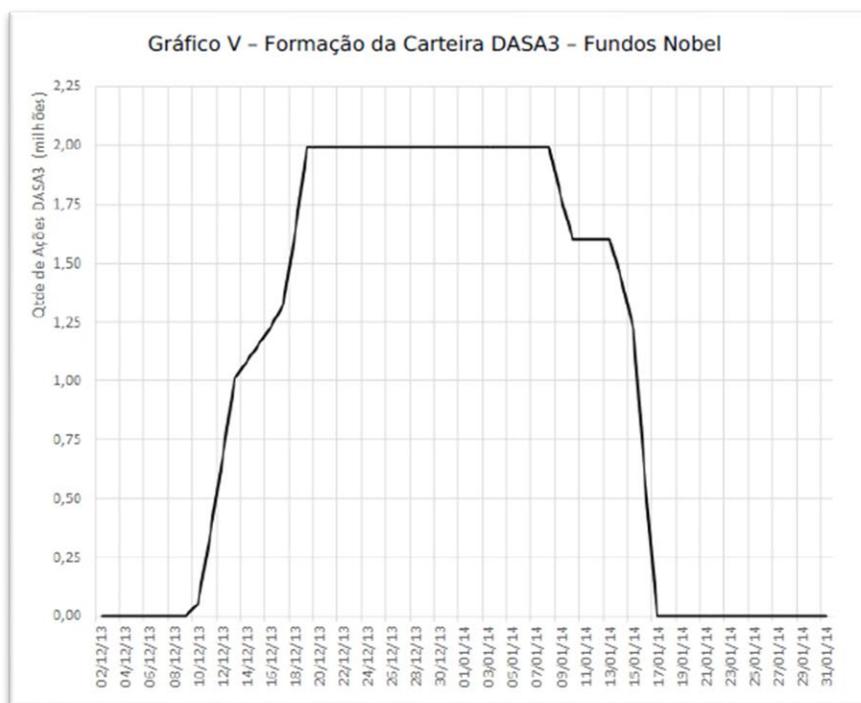
79. Vale destacar, ainda, que as ordens de compras enviadas pelo acusado se intensificaram a partir de 13.12.2013, isto é, após a divulgação da reportagem no InfoMoney noticiando o rumor de fechamento de capital da DASA.

80. Assim, pelo conjunto de contraindícios e provas apresentadas, não formo convicção quanto à prática de *insider trading* por Sérgio Menezes, razão pela qual entendo que não deve ser responsabilizado.

Nobel Administração e Marcelo Sperb

81. Em relação a Nobel Administração e seu gestor Marcelo Sperb, concordo com a Acusação no sentido de que os elementos acostados aos autos permitem concluir que os acusados realizaram operações com uso de informação privilegiada.

82. Marcelo Sperb iniciou as compras de ações da DASA para os 4 fundos geridos pela Nobel Administração em 10.12.2013 e as vendeu integralmente tais ações entre 09 e 17.01.2014:





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

83. As compras de ações da DASA alcançaram o valor de R\$ 26,3 milhões, equivalente a 12,4% do patrimônio líquido agregado dos fundos — correspondendo a 67% do total desinvestido em oito ativos e 66% do total investido em sete ativos naquele período —, sendo certo que foi a única vez que, considerando-se o período de dois anos antecedentes a dezembro de 2013, estes 4 fundos negociaram DASA3 ou retiveram estas ações em carteira.

84. Tais operações proporcionaram o resultado bruto total de R\$ 2.930.412,95, correspondente à rentabilidade bruta de 9,7%, tendo Marcelo Sperb sido beneficiado indiretamente com esses negócios, na medida em que era, junto com seu sócio à época, cotista majoritário em um desses fundos e que era profissional da gestora, tendo sido inclusive o emissor das ordens de negociação de DASA em nome dos fundos em questão.

85. Segundo o acusado, “[s]e a mesma análise de 2 (dois) anos para trás fosse feita com diversos outros ativos das carteiras em momentos diferentes, a suposta ‘ATIPICIDADE’ também estaria demonstrada”, sem, contudo, apontar como seria descaracterizada a atipicidade da carteira montada com ações da DASA⁴¹, não tendo logrado êxito em afastar o referido indício da prática do ilícito. No mesmo sentido, entendo que o fato de ter investido, em novembro de 2013, na Profarma (empresa farmacêutica) por si só não descaracteriza a prioridade circunstancial de compra de DASA nos dias antecedentes à publicação de edital de OPA da Companhia.

86. O início das compras de DASA3 ocorreram no dia seguinte à aprovação da OPA pelo Conselho de Administração da Cromossomo e, até 12.12.2013 (pregão antecedente à reportagem publicada no InfoMoney), já havia sido formada mais de 1/3 da carteira de ações da DASA.

87. Em seu depoimento prestado à CVM⁴², Marcelo Sperb deixou claro que não se recordava dos motivos de ter investido em DASA3 naquele período. Em sede de defesa administrativa, afirmou que “*apenas de[u] maior atenção à DASA quando já havia rumores*

⁴¹ Marcelo Sperb se limitou a afirmar que, em determinado momento, concentrou a carteira dos fundos na empresa MPX, sem, contudo, explicar como tal fato descaracterizaria a alegada atipicidade em relação às compras de DASA3.

⁴² Docs. 0597064 e 0625876.



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

claramente disseminados no mercado”. Todavia, não apresentou explicações concretas acerca do investimento realizado.

88. Ademais, a Acusação apontou relações pessoais e profissionais mantidas entre Nobel Administração e Marcelo Sperb com os também acusados Marco Virzi, Carlo Malta, Ricardo Vasconcellos e Nelson Godoy, conforme sumarizado através da tabela trazida no Relatório de Inquérito:



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

Data	Evento / Características das Operações / Perfil, Oitiva e Relacionamento
26.09.13	<p>Marco Virzi inicia a formação da carteira DASA3 do fundo Extreme V, dias antes do início efetivo dos trabalhos de preparação da OPA, dia 01.10.2013, e quando a Cromossomo já realizava, evidentemente, negociações prévias com seus principais assessores, conforme parágrafos 38 a 40 e Tabela III.</p> <p>Não havia investido em DASA entre janeiro de 2012 e setembro de 2013.</p> <p>A carteira atingiu 38,1% do PL do Extreme V em 20.12.13.</p> <p>Vendeu toda a carteira em 23.12.13, apurando a rentabilidade bruta de 7,7%.</p> <p>Fato precedente correlacionado:</p> <p>Havia formado carteira de AMIL3 a partir de 27.09.12, oito dias antes do anúncio da venda do controle da AMIL para a United Health. A partir daquela divulgação, Marco Virzi vendeu toda carteira e apurou a rentabilidade bruta de 19,7%.</p> <p>Neste curto período, investiu 17,4% do PL do fundo na AMIL.</p> <p>Marco Virzi é oriundo do mercado de renda fixa (Banco Icatu, 1985). Foi sócio na Mercatto Gestão de Recursos Ltda. antes de se dedicar exclusivamente à gestão de seu fundo Extreme V.</p> <p>Em oitiva, declarou que:</p> <ol style="list-style-type: none">1. "...o mercado comentava com alguma antecedência estes boatos. Boatos, tinha. Agora, boato de mercado, desculpa, isso aí tem todo dia, né, todo dia, alguém vai comprar, alguém vai vender, o fulano vai isso, o fulano vai aquilo, mas, quer dizer, boato tinha. Eu não sei se o boato até fazia sentido em função da DASA ser da, do mesmo acionista, né, da AMIL que foi vendida há ano atrás, que o cara falava que queria voltar para o mercado, eu não, honestamente, eu não lembro, teria que pesquisar." ¹2. Conhece Marcelo Sperb, da época do <i>open market</i>, e seu sócio na Nobel [REDACTED]. Nota 1: [REDACTED] irmão de Marcelo, era o agente autônomo que atendia Marco Virzi na BGC. Nota 2: A proximidade de [REDACTED] e Marco Virzi é corroborada por e-mail autuado no IA CVM nº 05/2014³, no qual Marco e [REDACTED] comentam a respeito de ordem informal de negociação transmitida durante uma reunião de almoço.3. [REDACTED], conhecido como [REDACTED] é um de seus melhores amigos⁴. Nota 1: A época, [REDACTED] trabalhava à mesa de operações da CGD ao lado de Carlo Malta, um dos investidores investigados. Nota 2: Carlo Malta é amigo de [REDACTED] irmão de Marco Virzi.4. Tinha contato "normal de corretor" com Ricardo Bulcão, conhecido como Tita, um dos investidores investigados.⁵5. Conhece Nelson Godoy, ou Nelsinho Godoy, que trabalhava com Ricardo Bulcão e ficava em São Paulo. Este agente é um dos investidores investigados.⁶ <p>Destaque:</p> <p>Em oitiva, Marco Virzi não foi inquirido a respeito de Eduardo Coutinho da Platina, no entanto, Eduardo Coutinho declarou⁷ que é amigo e tinha contato em 2013 com Marco Virzi.</p> <p>Esses dois gestores, investigados no presente IA, formaram carteira de DASA3 durante outubro, novembro e dezembro de 2013.</p> <p>Adicionalmente, Marco Virzi confirmou que conhecia [REDACTED], no Gávea Golf and Country Club⁸. [REDACTED] é marido de [REDACTED] uma das investidoras investigadas e citadas no subcapítulo III.2.1.4 – Relacionamento – Platina do presente IA.</p> <p>As negociações de [REDACTED] foram realizadas por seu procurador Sérgio Savelli, amigo antigo e padrinho de casamento de Eduardo Coutinho.</p>
04.12.13	<p>Carlo Malta inicia a formação da carteira DASA3.</p> <p>Entre outubro e dezembro de 2013, frequentemente, Marco Virzi negociou DASA3 por meio da CGD, inclusive, no dia 04.12.13 houve transmissão de ordem em nome do Extreme V para a mesa da CGD.⁹</p> <p>Não havia investido em DASA nos 2 anos anteriores a dezembro de 2013.</p> <p>A carteira atingiu cerca de R\$615 mil em 12.12.13.</p> <p>Vendeu toda a carteira em 23.12.13, apurando a rentabilidade bruta de 19,5%.</p> <p>Carlo Malta trabalhava na mesa da CGD no Rio de Janeiro ao lado de [REDACTED], amigo de Marco Virzi.</p> <p>Em oitiva, declarou que:</p> <ol style="list-style-type: none">1. "Existia um rumor antes disso [da publicação da reportagem do InfoMoney], em dezembro, já existia um rumor [...]. Em dezembro já existia um rumor e tal, já, já, em novembro eu já estava estudando isso aí [a compra de DASA3]." ¹⁰2. No escritório da CGD no Rio de Janeiro, a mesa de operações era muito pequena e tinha contato com todos os profissionais que ali trabalhavam. ¹¹3. Conhece Marco Virzi e é amigo de seu irmão [REDACTED] ¹² <p>Tinha convivência profissional com Marcelo Sperb e esse gestor era atendido pela mesa da CGD.¹³</p>
10.12.13	<p>Marcelo Sperb inicia a formação da carteira DASA3, dois pregões após a transmissão de ordens de Marco Virzi para seu irmão Maurício Sperb, agente autônomo da BGC.¹⁴</p> <p>Os fundos Nobel não haviam investido em DASA nos 2 anos anteriores a dezembro de 2013.</p> <p>Em 20.12.13, a carteira atingiu 12,4% do PL agregado dos fundos e 26,4% do PL do fundo Ipanema, onde Marcelo Sperb e seu sócio [REDACTED] detinham 48,63% das cotas.</p> <p>Vendeu toda a carteira em janeiro de 2014, apurando a rentabilidade bruta de 9,7%.</p> <p>Em oitiva, Marcelo Sperb declarou que:</p> <ol style="list-style-type: none">1. Conhecia Marco Virzi e tinha contato com ele em 2013¹⁵.2. Ricardo Bulcão o atendia desde a década de 90 e operava regularmente com ele na ICAP em 2013¹⁶.3. Nelson Godoy, ou Nelsinho Godoy, o atendia eventualmente na ausência de Ricardo Bulcão.¹⁷ <p>Carlo Malta o atendia na CGD em 2013 e que ele era conhecido "desde garoto" e "sempre esteve próximo da gente".¹⁸</p>



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

12.12.13	<p>Ricardo Bulcão inicia a formação da carteira DASA3.</p> <p>Foram realizadas compras a termo nos dias 12, 18 e 19.12.13. Nos 2 anos anteriores a dezembro de 2013, foi a primeira e única vez que as ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde foram negociadas em seu nome, e foi a primeira vez que realizou operações a termo. Até então, sua atuação na bolsa de valores havia se restringido a operações com opções associadas às ações VALE3, PETR4, OGXP3 e PDGR3, opções essas nunca exercidas. Para efeito comparativo, o volume total de compra de cerca de R\$663 mil em ações DASA3 foi 59 vezes maior do que a média dos valores das compras de opções das ações mencionadas anteriormente e 64% superior à soma de todas essas compras realizadas na bolsa de valores de janeiro 2012 a dezembro de 2013 Vendeu toda a carteira nos dias 03, 06 e 09.01.14, apurando a rentabilidade bruta de 10,4%.</p> <p>Diante das sucessivas compras a termo, o operador da ICAP, ██████████, indagou¹⁹: "Pô, tã achando que esse papel vai explodir assim, Tita?" Ricardo Bulcão respondeu: "Sim, mas se eu falar, pô, vou ter que te matar, tchau. [...risos]."</p> <p>Em oitava²⁰, Ricardo Bulcão declarou que um dos fatores que o levaram a comprar DASA3 foram boatos e que ele havia demorado "pelo menos uns 40 dias" para tomar a decisão de compra. Cabe destacar que Marco Virzi transmitiu ordem para ICAP nos dias 07, 09 e 25.10.13, ou seja, no mínimo 48 dias antes da primeira compra de Ricardo Bulcão.</p> <p>No dia 25.10.13, Marco Virzi fez a maior compra diária do período de formação de sua carteira, foram compradas 225.000 ações e a carteira quase dobrou de tamanho, saltou de 240.000, no dia 24, para 465.000 ações em 25.10.13.</p> <p>Ricardo Bulcão é corretor com 35 anos de experiência, segundo ele, no mercado de juros, dólar futuro e índices futuros. Em oitava, declarou que: 1. "Olha, eu sou, como profissional de mercado que eu sou, é, tinha muito boato, as pessoas falando, clientes, corretores, colegas, é, comentando sobre, que o papel poderia subir, e eu gosto de acompanhar também graficamente, porque o gráfico, volumes, principalmente, diz muito sobre uma possível subida de um papel. [grifou-se]"²¹ 2. Marco Virzi e Marcelo Sperb eram seus clientes antigos e suas operações foram levadas por ele para a Ativa em 2016, quando deixou a ICAP²², corroborando o relacionamento próximo e de confiança existente entre eles. 3. Nelson Godoy era também do grupo de "brokers de BM&F" da ICAP e um de seus eventuais substitutos no atendimento de clientes. Em 2016, deixaram a ICAP e foram juntos para a Ativa²³. 4. Em oitava, Eduardo Coutinho²⁴ da Platina afirmou que conhecia Tita desde que o mesmo era corretor da Icatu, instituição na qual Marco Virzi e Eduardo Coutinho também trabalharam.</p>
12.12.13	<p>Nelson Godoy inicia a formação de carteira DASA3, no mesmo dia do início das operações de Ricardo Bulcão.</p> <p>Foram realizadas compras à vista no dia 12 e a termo no dia 13.12.13. Nos 2 anos anteriores a dezembro de 2013, foi a primeira vez que as ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde foram negociadas em seu nome. O valor total investido foi de cerca de R\$84 mil, sendo 80% deste valor em operação a termo. Para efeito comparativo, este volume financeiro foi 10 vezes maior do que a média dos valores das compras de outras ações, entre janeiro de 2012 e dezembro de 2013. Vendeu toda a carteira no dia 10.02.14, apurando a rentabilidade bruta de 6,1%.</p> <p>Ao comprar a termo em 13.12.13, Nelson Godoy se expressou da seguinte forma com o operador ██████████ da ICAP²⁵ (as palavras de baixo calão foram abreviadas): "Eu quero comprar, eu quero fazer um termo daquela DASA3 [...] Cinco quilos dessa m. aí, preço é detalhe, dessa p. aí. M! Eu ia fazer isto ontem [12.12.13] a doze e noventa! Eu esqueci, p., que aqui [São Paulo] acaba às seis e aí [Rio de Janeiro] acaba às cinco, eu tinha esquecido dessa m. [...] Cinco, cinco [mil] a mercado. [...] Ah, é, 60 dias [de prazo a termo] [grifou-se]."</p> <p>Ele fez rolagem da operação a termo em 06.02.14 pensando que a OPA ocorreria em 22.02.14²⁶: "eu rolei pq achava que era dia 22/02 e que podiam aumentar o preço, fiz m." De fato, a OPA foi executada no dia 10.02.2014 e, portanto, o contrato a termo inicial teria abrangido esta data.</p> <p>Nelson Godoy é corretor com 25 anos de experiência, segundo ele, no mercado de DI, futuro e dólar. Em oitava, declarou que: 1. "Então, no mercado a termo a gente alavanca, né, mais, então, como eu não tinha, não dava para comprar à vista e eu tinha visto isso aí, estava havendo esse, esse zum-zum-zum e vendo o volume aumentar e vendo não sei o quê, como eu não tinha que, no termo você não tem que desembolsar exatamente todo o valor, a gente acaba alavancando um pouco mais." ²⁷ 2. Trabalhou na ICAP desde 2010 onde voltou a atuar com Ricardo Bulcão, com quem tinha contatos diários e era seu eventual substituto no atendimento de clientes.²⁸ 3. Marco Virzi era seu cliente antigo, desde o tempo do Icatu, e que, à época, ele era atendido por Ricardo Bulcão, com quem tinha um relacionamento de confiança.²⁹ Conhecia bem Marcelo Sperb há muitos anos e que, à época, ele também era atendido por Ricardo Bulcão, com quem tinha um bom relacionamento.³⁰</p>



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

89. A CVM já sedimentou entendimento no sentido de que “*a identificação de uma rede de amizades e relações interpessoais entre acusados de insider trading pode levantar suspeitas de que a informação tenha circulado previamente entre eles*”⁴³. Além das relações pessoais e profissionais expostas, verifica-se proximidade temporal entre algumas das compras de DASA3 efetuadas pelos acusados apontados como de uma mesma rede de relacionamentos.

90. Entendo que o fato de o acusado, experiente gestor de recursos, alocar mais de expressivos R\$ 26 milhões em um ativo pela primeira vez poucos dias antes da divulgação do edital da OPA e não indicar um único motivo que fundamentasse tal investimento, a não ser a existência de “rumores de mercado” — em contradição à “*forma técnica e fundamentada*” que tomava decisões negociais, como por ele alegado — reforça a tese acusatória, não havendo contraindícios suficientes para afastá-la.

91. Dessa forma, entendo que os acusados devem ser responsabilizados pela prática ilícita de *insider trading*.

Marco Virzi

92. Antecipo minha posição no sentido de que foram apresentados contraindícios suficientes a inspirar dúvida razoável quanto à configuração da infração e, assim, infirmar a tese acusatória, razão pela qual, em observância ao princípio da presunção de inocência, entendo que o acusado não deve ser responsabilizado pela imputação de *insider trading*.

93. A Acusação apontou, em relação a Marco Virzi, gestor e cotista exclusivo do Fundo de Investimentos Multimercado Extreme V, que “*as características das operações e as declarações desse gestor constituem um conjunto de indícios claros e consistentes que reforçam a hipótese de que Marco Virzi teria acessado e utilizado informações privilegiadas a respeito da elaboração da OPA da DASA desde o seu começo, e as teria compartilhado*”

⁴³ Manifestação de voto apresentada pelo Diretor Alexandre Rangel no PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15.06.2021. No mesmo sentido, no julgamento do PAS CVM nº 25/2010, o Colegiado acompanhou o entendimento do Diretor Relator Diretor Henrique Machado no sentido de que, aliado ao *timing* e ao volume de operações realizadas, foi considerado como indício suficientemente robusto de que um grupo de investidores negociou com informação privilegiada o fato de que (i) assumidamente, com regularidade, conversavam sobre assuntos profissionais e pessoais, tendo inclusive discutido entre eles a intenção de adquirirem ações de emissão da companhia objeto da informação sigilosa; e (ii) adquiriram os papéis no mesmo dia, praticamente no mesmo momento, com a emissão de ordens de compra sequenciais.



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

ou corroborado à medida que interagiu diretamente ou indiretamente com os demais profissionais investigados, os quais eram clientes ou agentes das corretoras receptoras de suas ordens de negociação”.

94. A SPS destacou que, considerando-se o período de dois anos antecedentes a dezembro de 2013, foi a única vez que o referido acusado negociou ou reteve as ações DASA3 em carteira, tendo as referidas operações proporcionado a Marco Virzi o resultado bruto de R\$ 1.723.854,62, correspondente a uma rentabilidade bruta de 7,7%.

95. De igual modo, o fato de ter substituído parte das ações da DASA adquiridas à vista por contratos a termo — sendo tal volume 6,9 vezes superior ao segundo maior volume financeiro de compras a termo naquele período — e os rolado sucessivamente até liquidá-los em 23.12.2013 antes de seus vencimentos, enfraquece seu argumento de que tinha a intenção de “*manter as ações na carteira do Fundo Extreme V por mais tempo*”.

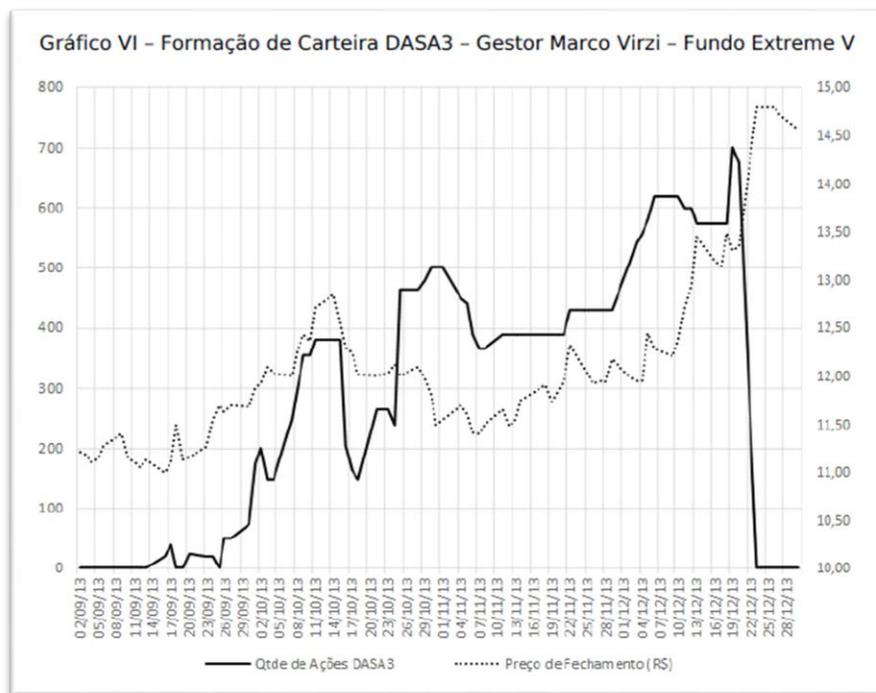
96. Por outro lado, um fator que considero relevante, apto a suscitar dúvida quanto à prática de *insider trading* pelo acusado, consiste no seu comportamento de compra e venda de ações da DASA. Conforme se verifica através do gráfico abaixo, colacionado do Relatório de Inquérito, Marco Virzi não só comprou, como, por diversas vezes, também vendeu DASA3 tanto em outubro, quanto em novembro e dezembro de 2013, o que, a meu ver, não condiz com o *modus operandi* de um investimento motivado por informação privilegiada:



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



97. Afinal, caso o acusado tivesse certeza quanto à valorização de DASA3, é de se esperar que não vendesse tal ativo antes da publicação do edital de OPA da Companhia.

98. Com efeito, verifico que Marco Virzi iniciou as compras de DASA3 ainda em setembro de 2013, isto é, antes do início dos trabalhos de OPA, em outubro daquele ano. A meu ver, ainda que o movimento de compra inicial não tenha se dado no montante mais significativo quando comparado ao total da carteira que ao final montou no papel, trata-se de forte contraindício, na medida em que demonstra que a decisão inicial do acusado de investir naquele ativo foi tomada quando ainda não existia a informação privilegiada, uma vez que antecedeu ao início da efetiva coordenação de trabalhos da OPA.

99. Ademais, vislumbro que Marco Virzi, investidor profissional com mais de 35 anos de experiência, logrou êxito em demonstrar que tinha o hábito de concentrar seus investimentos em poucos ativos, consoante comprovado no Anexo I de sua defesa, o que enfraquece a alegada atipicidade e dissonância de histórico apontados pela Acusação. Aliás, conforme restou demonstrado nos autos, o acusado já investia no setor de saúde, tendo em



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

vista ter investido na Amil, ainda em 2012, e na Raia Drogasil, em 2013⁴⁴. Observe-se, inclusive, que, como reconhecido pela Acusação, que quanto ao investimento em AMIL3, o acusado apurou rentabilidade bruta de 19,7%, bastante superior a obtida com DASA.

100. O acusado, “*investidor sofisticado e com grande conhecimento do mercado*”, consoante inclusive reconhecido pelo Colegiado da CVM em um outro processo movido contra ele — também por alegada prática de *insider trading* (em que foi absolvido)⁴⁵ —, trouxe aos autos pertinentes explicações acerca dos motivos que o levaram a investir na Companhia, tais como o contexto econômico social da época (com o aumento do poder aquisitivo das classes C e D e conseqüente aumento da demanda por seguro de saúde e empresas do setor de saúde); as desavenças entre os executivos da DASA, culminando com a saída da Diretora Financeira e a conseqüente crença em reestruturação da Companhia; a liquidez dos Srs. E.G.B. e D.P.G.B. (controladores da Cromossomo) com a venda da Amil; e o desempenho do preço da ação da DASA em outubro.

101. No entanto, em relação à suposta influência da decisão do CADE (04.12.2013) nos investimentos naquele ativo, verifica-se que houve uma diminuição da composição da carteira DASA3 entre 05 a 13.12.2013, o que põe em cheque tal argumento de defesa. No mesmo sentido, a publicação da reportagem no InfoMoney (13.12.2013) não causou qualquer reação imediata na decisão de investimentos de Marco Virzi, que somente voltou a adquirir ações da DASA em 19.12.2013, poucos dias antes da publicação do edital da OPA.

102. Quanto à suposta rede de relacionamentos em que a Acusação alega que ele estaria envolvido, nota-se que os demais acusados do alegado mesmo “núcleo” apresentaram, para além das relações pré-existentes, indícios de atuação em mesmo período, já em dezembro de 2013, enquanto Marco Virzi tinha iniciado seu investimento, como dito, antes do início dos trabalhos de assessores na OPA, bem como teve atuação bastante marcante em outubro e novembro de 2013, com compras e vendas. A própria Acusação destacou no Relatório de Inquérito que a maior compra diária feita por Marco Virzi se deu em 25.10.2013, quando sua carteira em DASA dobrou de tamanho, bastante tempo antes de tais outros acusados, que alegadamente estariam correlacionados com ele, sequer iniciarem suas operações.

⁴⁴ Doc. 1080742 (Anexo III).

⁴⁵ PAS CVM n° 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado.



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

103. De todo modo, ainda que haja também um conjunto de indícios de que as operações em análise eram suspeitas, vislumbro que a data de início de montagem da carteira DASA3, o perfil do investidor e o *timing* e *modus operandis* das negociações, que proporcionaram uma rentabilidade bruta inferior à dos demais acusados, e o histórico de concentração de ativos do acusado, não permitem superar dúvida razoável para concluir que Marco Virzi teria praticado *insider trading*, razão pela qual, à luz do princípio da presunção de inocência, entendo que o acusado não deve ser responsabilizado pela alegada infração.

Carlo Malta

104. Em relação a Carlo Malta, agente autônomo de investimentos, entendo que não foram apresentados contraindícios suficientes a afastar a tese apresentada pela Acusação de que realizou operações com ações da DASA com uso de informação privilegiada.

105. Conforme destacado pela SPS, foi a primeira vez, no período de dois anos antecedentes a dezembro de 2013, que Carlo Malta negociou ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde, evidenciando a atipicidade das operações em análise.

106. Nos dias 04, 05, e 12.12.2013, o referido acusado comprou R\$ 614.968,00 em DASA3 e vendeu integralmente tais ações em 23.12.2013, tendo obtido um ganho bruto de R\$ 120.178,00, equivalente a uma rentabilidade bruta de 19,5%.

107. Em seu depoimento⁴⁶ prestado à CVM, o acusado afirmou que começou a observar o setor de saúde ainda em novembro de 2013, em razão de relatório de análise de ações⁴⁷ que indicaria uma melhora do Produto Interno Bruto do país e um consequente aumento de compra de planos de saúde. Tal argumento foi refutado pela SPS, que constatou que “*a opinião contida no relatório de equity research apresentado era cautelosa em relação ao setor de health care, pessimista quanto ao aumento do payroll no médio prazo e neutra a respeito da compra de ações da maioria das empresas do setor, entre elas, a DASA*”.

108. Em sede de defesa, Carlo Malta apontou para a existência de rumor acerca da OPA da DASA, mas se limitou a justificar tal investimento a dados técnicos e de natureza pública,

⁴⁶ Doc. 0528670.

⁴⁷ Doc. 0528665.



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

notadamente a análise do volume de negociações de DASA3, e reforçou a inexistência de provas acerca do suposto acesso à informação.

109. A meu ver, a alegação de que comprou o referido ativo em razão do aumento do volume de negociação de ações da DASA não é suficiente a enfraquecer, por si só, o conjunto de indícios trazido na tese acusatória. O acusado não apresentou contraindícios acerca da alegada atipicidade e do *timing* das operações por ele realizadas, nem tampouco explicação acerca da análise para investimento na ação.

110. Dado o conjunto convergente e consistente apresentado pela Acusação, não convence a linha de que o acusado tenha comprado tal expressiva quantia de ações da DASA — ativo e setor que não tinha o hábito de operar — com base tão somente em uma genérica análise de volume de negociação de tal ação, sem, contudo, apresentar maiores detalhes acerca de tal análise.

111. Ademais, o *timing* das operações coincide com o de outros investidores apontados no item 88 acima, reforçando o indício de que houve compartilhamento de informações.

112. Pelo exposto, entendo que Carlo Malta deve ser responsabilizado pela prática de *insider trading*.

Ricardo Vasconcellos

113. De igual modo, entendo que Ricardo Vasconcellos, agente autônomo de investimentos, não logrou êxito em apresentar provas e contraindícios suficientes a afastar a tese acusatória de que realizou operações com uso de informação sigilosa.

114. O referido acusado, que no período de dois anos antecedentes a dezembro de 2013, nunca havia operado a termo e negociado ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde, efetuou a compra de R\$ 662.502,05 em contratos a termo de ações da DASA nos dias 12, 18 e 19.12.2013, auferindo um ganho bruto de R\$ 68.997,95, equivalente a uma rentabilidade bruta de mais de 10%.

115. O volume das referidas operações foi 59 vezes maior do que a média dos valores das compras de opções de outras ações por ele negociadas e 64% superior à soma de todas essas compras realizadas na bolsa de valores de janeiro 2012 a dezembro de 2013. Destaca-se que foi a primeira vez que o acusado realizou operações a termo, tendo restado



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

evidenciado, por meio das gravações das ordens de compras enviadas, sua falta de familiaridade com operações a termo.

116. Ricardo Vasconcellos não apresentou qualquer explicação acerca da alegada atipicidade e do volume das operações em análise, tendo se limitado a afirmar que as realizou com base em boatos de mercado e no gráfico da ação.

117. A meu ver, o argumento de defesa de que se tivesse informação privilegiada, “*seria mais razoável que o mesmo fizesse uma operação a termo em volume ainda maior diante da disponibilidade de garantia que seu patrimônio permitia a operar*” não é apto a afastar os indícios convergentes e consistentes trazidos pela Acusação. A SPS demonstrou que as operações com DASA3 realizadas foram atípicas em relação às operações que Ricardo Vasconcellos fez naquele período. Não é necessário que o investidor realize operações até o limite máximo dos valores a ele disponíveis para que se caracterize a atipicidade do negócio.

118. Também entendo não prosperar o argumento de que o volume de compras menor após a divulgação da reportagem no InfoMoney (13.12.2013) caracterizaria um contraindício. Pelo contrário, o fato de ter adquirido mais ações antes de tornado público o rumor acerca da OPA da DASA reforça a tese de que tal informação não era nova ao acusado.

119. Ademais, concordo com a Acusação no sentido de que, especificamente em relação a esse acusado, o diálogo⁴⁸ entre ele e o receptor de sua ordem de compra configura como um importante indício acerca da prática de *insider trading*, uma vez que demonstra o elevado grau de confiança do acusado acerca da expectativa de valorização da ação da DASA, além do fato de ele explicitamente ocultar a sua motivação sobre tal expectativa, ainda que em tom de descontração. Por outro lado, Ricardo Vasconcellos não apresentou qualquer contraindício no sentido de que tal situação era “*um costume utilizado pelo mesmo em suas ordens de compra*”.

120. Conforme destacado pela SPS, Ricardo Vasconcellos tinha Marcelo Sperb como cliente antigo, tendo, inclusive, transferido suas carteiras de ações para outra corretora em 2016, o que reforça a proximidade e relação de confiança que possuíam. Além disso, o

⁴⁸ “[D.R.]: ‘Pô, tá achando que esse papel vai explodir assim, [Ricardo Vasconcellos]?’
[Ricardo Vasconcellos]: ‘Sim, mas se eu falar, pô, vou ter que te matar, tchau [risos]’ (Doc. 0356776).”



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

também acusado Nelson Godoy era um de seus eventuais substitutos no atendimento de seus clientes, tendo migrado para outra corretora junto com Ricardo Vasconcellos em 2016.

121. Dessa forma, diante dos elementos trazidos aos autos, entendo que o acusado deverá ser responsabilizado pela prática de *insider trading*.

Nelson Godoy

122. Em relação a Nelson Godoy, agente autônomo de investimentos, entendo que também não foram apresentados contraindícios suficientes a afastar a tese apresentada pela Acusação de que teria realizado operações com ações da DASA com uso de informação privilegiada.

123. O referido acusado, que nunca havia operado a termo e negociado ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde no período de dois anos antecedentes a dezembro de 2013, efetuou a compra de R\$ 83.721,58 em ações da DASA nos dias 12 e 13.12.2013 — dias após a aprovação da OPA pelo Conselho de Administração da Cromossomo —, auferindo um ganho bruto de R\$ 9.719,42, equivalente a uma rentabilidade bruta de 6,1%.

124. Ainda que o benefício auferido pelo acusado não tenha sido expressivo⁴⁹, o volume da operação em questão correspondeu a 10 vezes maior do que a média dos valores das outras 71 transações de compra de ações no período de janeiro de 2012 a dezembro de 2013.

125. A SPS verificou, ainda, que nesse mesmo período histórico, Nelson Godoy realizou 26 operações a termo envolvendo três títulos e o volume financeiro médio por operação foi de cerca de R\$ 11 mil, isto é, 6 vezes menor ao valor de uma única compra a termo de DASA3, o que reforça o indício de atipicidade da operação.

126. A esse respeito, entendo que não merece prosperar o argumento do acusado de que a operação com DASA3 não seria atípica, uma vez que teria realizado transações em valores semelhantes em novembro de 2010. Além de terem ocorrido 3 anos antes — o que demonstra

⁴⁹ “Por fim, um último aspecto sobre o qual muito já se disse em doutrina, mas que ainda sim merece ser comentado é que a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro na negociação. Este, no entanto, é um fator que pode vir a ser levado em consideração como indício do uso indevido da informação, uma vez que, supõe-se, o comitente com uma vantagem excepcional sobre os demais tende a auferir um lucro não menos excepcional” (PAS CVM nº 06/2003, Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 14.09.2005).



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

que não se tratava de algo corriqueiro —, tais transações foram realizadas em valores substancialmente inferiores ao investimento realizado em ações da DASA. No mesmo sentido, as operações a termo com outros ativos realizadas por Nelson Goody também foram inferiores àquela realizada com DASA3, o que reforça a atipicidade da operação em análise.

127. Em depoimento⁵⁰ prestado à CVM, Nelson Godoy informou que realizou as compras de DASA3 em razão de ter escutado boatos de mercado e após ter analisado o gráfico do volume de negociação da ação. Já em sede de defesa administrativa, o acusado acrescentou que sua decisão de investimento foi atrelada, também, à decisão proferida pelo CADE acerca da incorporação da MD1 pela DASA e que já havia notícias na mídia acerca “*dos rumores do mercado em torno da DASA e dos possíveis eventos subsequentes, como o do próprio fechamento do capital*”.

128. No entanto, tanto a reportagem acostada aos autos⁵¹ quanto a decisão do CADE foram divulgadas uma semana antes do início das compras de DASA3, o que evidencia, no mínimo, a inexistência de urgência que tais eventos acarretaram na tomada de decisão de iniciar o investimento naquela ação.

129. De igual modo, o fato de ter comprado outros ativos no mesmo período não é apto a descaracterizar, por si só, a prática de *insider trading*. Caso contrário, bastaria que o *insider* realizasse operações concomitantes para se eximir da responsabilidade pelo ilícito.

130. Ademais, conforme já exposto neste voto, no caso de *insider* secundário, não é necessário que a acusação demonstre o caminho percorrido pela informação ou o nexo entre este e o *insider* primário (vide item 54).

131. Consoante declarado pelo próprio acusado, este possuía relação profissional com Ricardo Vasconcellos e era seu eventual substituto no atendimento de clientes, o que corrobora a tese de que tinham uma relação de confiança, além de “conhecer bem” Marcelo Sperb.

⁵⁰ Doc. 0540312.

⁵¹ Doc. 1080767 (Doc. 3).



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

132. Dessa forma, pelos elementos trazidos aos autos, concluo pela responsabilização de Nelson Godoy pela prática ilícita de *insider trading*.

RTI Vertex e Rodrigo Tamer

133. Em observância ao princípio da objetividade, adianto minha conclusão no sentido de que RTI Vertex e Rodrigo Tamer, sócio controlador da gestora, lograram êxito em apresentar elementos suficientes a afastar a imputação de uso de informação privilegiada.

134. Os referidos acusados comprovaram que realizaram reiteradas operações com ações da DASA desde, pelo menos, o início de 2012⁵² (Rodrigo Tamer desde 2007), tendo vendido e comprado DASA3 nos anos seguintes, e que a quantidade financeira do ativo à época era similar àquela que possuíam na data da apresentação de sua defesa administrativa (agosto de 2020).

135. Além de terem o costume de operar ações da DASA, também negociavam ações da Fleury — outra empresa do setor de saúde —, tendo, inclusive, auferido um ganho percentual superior ao obtido com DASA3 num mesmo período de investimento.

136. No mesmo sentido, RTI Vertex e Rodrigo Tamer demonstraram que tinham o hábito de realizar operações a termo⁵³, o que enfraquece o argumento da Acusação de que as operações a termo em questão seriam atípicas.

137. Outro importante contraindício apresentado pelos acusados consiste no fato de que Rodrigo Tamer vendeu 1/3 (um terço) da sua posição em ações da DASA em 20.12.2013, isto é, antes da divulgação do edital da OPA, comportamento que, a meu ver, não condiz com o *modus operandi* de quem realiza operações com uso de informação privilegiada. Caso tivesse certeza acerca da significativa valorização daquela ação nos próximos dias, naturalmente, o acusado optaria por vender outro ativo.

138. Ademais, ainda que RTI Vertex e Rodrigo Tamer seguissem o padrão de alternância de investimentos em Fleury e DASA ao longo de 2012 e 2013, verifica-se que

⁵² Doc. 1070775 (Anexo 3).

⁵³ Doc. 1070775 (Anexo 10).



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

tal padrão não era insuperável, havendo períodos em que houve a compra de um dos ativos sem a necessária venda do outro.

139. Por tais razões, entendo que os acusados não devem ser responsabilizados pela prática de *insider trading*.

Mitsuko Kaduoka

140. Em relação a Mitsuko Kaduoka, analista de investimentos atuante há trinta anos no mercado de valores mobiliários, apesar de haver indícios relevantes, não vislumbro nos autos elementos suficientes a concluir, além da dúvida razoável, pela sua condenação.

141. Concordo com a Acusação no tocante à atipicidade das operações realizadas pela acusada, que pela primeira vez comprou ações da DASA e não havia investido em outras empresas do setor de saúde nos dois anos precedentes a dezembro de 2013, tendo auferido resultado bruto de R\$ 18.160,00, correspondente a uma rentabilidade bruta de 13,8%.

142. A referida atipicidade é reforçada, ainda, pelo fato de a acusada ter vendido, no dia 12.12.2013 (mesmo dia que iniciou as compras de DASA3) outro ativo com prejuízo de 12,1%, o qual voltou a comprar em 08.01.2014, após a venda das ações da DASA, o que demonstra a prioridade circunstancial da aludida ação naquele período específico.

143. Ademais, o investimento de R\$ 131.793,00 em ações da DASA correspondeu a aproximadamente 30% do patrimônio declarado em sua ficha cadastral.

144. No entanto, entendo inexistir nos autos elementos mínimos a evidenciar que a acusada teve acesso à informação privilegiada, tendo em vista que a Acusação interrelacionou a acusada com outros acusados que tiveram êxito em afastar a tese acusatória com um conjunto de conraindícios consistentes. No que diz respeito a Mitsuko Kaduoka, a Acusação se limitou a apontar que ela conhecia o acusado Rodrigo Tamer e a Sra. P.B., cotista relevante de dois clubes de investimento geridos pela RTI Vertex, e que “*inferiu-se que a indicação de investimento na ação DASA3 tenha sido originada na rede de relacionamento nucleada pela gestora RTP*”.



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

145. Por outro lado, a acusada declarou que não teve qualquer contato com Rodrigo Tamer em 2013, fato este que não foi contraditado por aquele acusado⁵⁴. Em acréscimo, quanto à motivação do investimento realizado, em sede de sua defesa administrativa de próprio punho, Mitsuko Kaduoka apresentou detalhadas análises gráficas e reportagens veiculadas na mídia acerca da DASA e da Fleury, bem como da decisão do CADE e da venda da Amil para a United Healthcare pelos controladores da Cromossomo.

146. Ademais, entendo não constituir como indício de acesso à informação privilegiada o argumento da Acusação de que, tendo em vista que Mitsuko Kaduoka estava desempregada em dezembro de 2013, seria “*razoável supor que ela tenha prospectado o mercado em busca de uma nova oportunidade junto aos seus colegas mais próximos e atuantes no setor, entre eles, Rodrigo [Tamer] e [P.B]*”. Afinal, não foi indicada uma única ligação concreta entre Mitsuko Kaduoka e Rodrigo Tamer ou P.B. no período da realização das operações com DASA3.

147. A meu ver, caberia um maior aprofundamento das investigações no tocante à rede de relacionamentos da acusada, de modo a reunir indícios robustos e convergentes acerca do acesso à informação privilegiada por ela.

148. Dessa forma, entendo existir dúvida razoável quanto à materialidade da prática de *insider trading* pela acusada, razão pela qual, em observância ao princípio da presunção de inocência, concluo pela absolvição de Mitsuko Kaduoka.

Rodolfo Medina e Lionel Chulam

149. Por fim, em relação a Rodolfo Medina e Lionel Chulam, entendo existirem elementos suficientes a corroborar a tese acusatória de que realizaram operações com uso de informação privilegiada.

150. Os referidos acusados, sócios de uma empresa de publicidade e *marketing*, prestaram serviços, à época, para a Amil — controlada pelos Srs. E.G.B. e D.P.G.B. — e, a

⁵⁴ Rodrigo Tamer se limitou a afirmar que a encontrava “uma vez ou outra” na Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC, sem especificar datas (doc. 0540350). Ademais, centenas de pessoas participaram de tais reuniões, não sendo possível estabelecer, pelos elementos acostados aos autos, uma efetiva conexão entre Mitsuko Kaduoka e Rodrigo Tamer.



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

partir de 2016, para a DASA e tinham relações familiares⁵⁵, de amizade e profissionais com E.G.B.

151. Conforme declarado pelos próprios acusados, Rodolfo Medina e Lionel Chulam tiveram cerca de cinco reuniões fechadas com E.G.B. em 2013 e 2014, tendo o então controlador da Cromossomo feito comentários a respeito da DASA.

152. Pois bem. Lionel Chulam foi responsável pelas ordens de negociação de DASA3 em nome de seus filhos, Srs. F.C. e M.C., no dia 05.12.2013, e recomendou a compra de tal ação ao seu genro, Sr. J.L., o qual firmou termo de compromisso no âmbito deste PAS. As compras de DASA3 realizadas em nome dos filhos do acusado alcançou o valor de R\$ 351.306,50, tendo sido auferido o resultado bruto de R\$ 75.405,33.

153. Rodolfo Medina, por sua vez, realizou o investimento de R\$ 349.988,00 no dia 16.12.2013, o qual o proporcionou o resultado bruto de R\$ 38.594,00, equivalente a uma rentabilidade bruta de 11%. A data da compra, aliás, coincide com a data de assinatura de sua ficha cadastral junto ao BTG Pactual.

154. Foi a primeira vez que os referidos acusados compraram ações da DASA ou de qualquer outra empresa do setor de saúde nos dois anos precedentes a 2013. Pelo conjunto de indícios apresentados, vislumbro que a Acusação logrou êxito em evidenciar que os acusados tiveram acesso à informação privilegiada.

155. Em sede de defesa, os acusados indicaram, como contraindícios, **(i)** a inexistência de informação privilegiada na data das operações realizadas; **(ii)** imprecisão quanto à data dos encontros realizados entre eles e o Sr. E.G.B.; **(iii)** que a compra de DASA3 teve como fundamento o otimismo e entusiasmo do Sr. E.G.B. em relação à DASA; **(iv)** o pouco conhecimento e inexperiência dos defendentes em relação ao mercado de capitais; e **(v)** o reduzido lucro auferido com as operações.

⁵⁵ O primo de Rodolfo Medina era enteado de E.G.B. e diretor de *marketing* da DASA desde 2011, tendo trabalhado, anteriormente, na MD1, empresa de E.G.B. que foi incorporada pela DASA. Segundo depoimento informado por P.G.B., filho de E.G.B., o mesmo tinha relacionamento com o primo de Rodolfo Medina. Além disso, o pai de Rodolfo Medina, fundador da empresa que ele e Lionel Chulam eram sócios, tinha relacionamento antigo com E.G.B., o qual foi intensificado a partir de 2011.



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

156. A meu ver, os argumentos de defesa não merecem prosperar. Em relação à inexistência de informação privilegiada, item (i), necessário esclarecer que tal argumento sequer se aplica a Rodolfo Medina, uma vez que ele comprou DASA3 em 16.12.2013. De qualquer modo, ainda que Lionel Chulam tenha emitido ordens de compra de DASA3 em 05.12.2013 — isto é, antes da aprovação da OPA pelo Conselho de Administração da Cromossomo (09.12.2013) —, os trabalhos referentes à OPA, iniciados em outubro daquele ano, se encontravam em fase final, tendo sido aprovada apenas poucos dias depois. Evidentemente, já havia uma concreta expectativa quanto à realização da oferta naquela data.

157. Quanto ao argumento indicado no item (ii), o próprio Lionel Chulam informou, em seu depoimento prestado à CVM⁵⁶, que uma das reuniões realizadas com o Sr. E.G.B. ocorreu “*na semana antes da ideia de comprar [ações da DASA]*”, o que, por si só, afasta esse contraindício.

158. Em relação ao item (iii), entendo que tal contraindício deve ser analisado à luz da conjuntura apresentada nos autos. Segundo o depoimento prestado por Lionel Chulam, além de o Sr. E.G.B. afirmar a eles que “*ia fazer um negócio gigante na DASA*”, os acusados vislumbravam a possibilidade de “*ganhar um dinheiro rápido nesse negócio*”. Como se vê, a convicção de investimento obtida pelos acusados através das referidas reuniões com o próprio controlador da Cromossomo foi tanta que investiram, conjuntamente, quase R\$ 800 mil em DASA3, tendo Lionel Chulam, inclusive, recomendado tal investimento a seus dois filhos e seu genro, o que reforça sua certeza quanto à eminente valorização da ação.

159. No mesmo sentido, afasto o argumento exposto no item (iv). Entendo que o fato de os referidos acusados, embora empresários, terem alegado que teriam pouco conhecimento e inexperiência no mercado de capitais reforça, justamente, a tese acusatória, na medida em que investiram, poucos dias antes da divulgação do edital da OPA, relevantes quantias em um negócio que não possuíam *expertise*. Com efeito, a decisão de investimento dos acusados não foi fundamentada em qualquer análise fundamentalista ou gráfica da ação da DASA, mas tão somente por sua convicção acerca da valorização do ativo após conversas com o controlador da Cromossomo.

⁵⁶ Doc. 0528708.



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

160. De igual modo, em relação ao item (v), ainda que o resultado auferido pelos referidos acusados, correspondente a mais de R\$ 130 mil, não seja expressivo em relação aos seus patrimônios totais, entendo que tal montante, obtido em poucos dias, não pode ser considerado como “*lucro de tão reduzido montante*”, o que tampouco seria suficiente *per se* para afastar a ocorrência da infração.

161. Dessa forma, pelos elementos trazidos aos autos, concluo que Lionel Chulam e Rodolfo Medina devem ser responsabilizados pela prática de *insider trading*.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

162. Pelo exposto, rejeito as preliminares indicadas no capítulo III deste voto.

163. No mérito, concluo que Marcelo Sperb, Nobel Administração, Carlo Malta, Ricardo Vasconcellos, Nelson Godoy, Rodolfo Medina e Lionel Chulam devem ser responsabilizados pela realização de operações com ações da DASA mediante o uso de informação privilegiada, tendo sido, a meu juízo, reunidos nos autos um conjunto de indícios múltiplos, consistentes e convergentes apontando para a prática de *insider trading*, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/02.

164. De modo contrário, entendo que, em relação a Platina Investimentos, Eduardo Coutinho, Sérgio Menezes, Marco Virzi, RTI Vertex, Rodrigo Tamer e Mitsuko Kaduoka, há contraindícios suficientes para demonstrar a impertinência ou, ao menos, a insuficiência probatória do conjunto de indícios trazidos pela Acusação, me fazendo formar juízo absolutório.

165. As infrações em tela foram praticadas antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas seguirão o disposto na legislação vigente à época dos fatos.



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

166. Trata-se de infração grave, nos termos do art. 18 da ICVM nº 358/02⁵⁷, em ilícito de elevada reprovabilidade, que abala a confiança dos investidores na simetria de informações e no funcionamento eficiente do mercado. Afinal, consoante bem apontado por Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM, “[a] *inexistência dessa equidade [de informações], que favorece alguns investidores e não são de domínio geral, cria uma situação inaceitável que lesa esses novos investidores e os afasta da Bolsa pela sensação de desconfiança do sistema. Portanto, a utilização de informação privilegiada tem de ser combatida de forma implacável para criar um mercado dinâmico e estimulante à participação de novos entrantes*”⁵⁸.

167. Em relação à dosimetria da pena, em linha com precedentes, concluo pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente a duas vezes o benefício auferido pelos acusados, devidamente apontado no Termo de Acusação, que deve ser atualizado monetariamente pela variação do IPCA⁵⁹, como tem sido aplicado pela CVM.

168. Especificamente em relação a Marcelo Sperb e Nobel Administração, tendo em vista que as decisões de investimento foram tomadas pelo primeiro em nome da segunda, e considerando que Marcelo Sperb era cotista majoritário de um dos fundos e atuou como representante da gestora em benefício dos quatro fundos, proponho que o valor da multa a ser aplicada seja rateada na proporção de 25% para Marcelo Sperb e 75% para a gestora.

169. Diante do exposto, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, e com fundamento no art. 11, I e II, da Lei nº 6.385/76, voto:

(i) pela **absolvição** de **Platina Investimentos Ltda., Eduardo da Silva Coutinho, Sérgio Savelli de Menezes, Marco Aurélio Virzi, RTI Vertex Investimentos Ltda., Rodrigo Badra Tamer e Mitsuko Yamasaki Kaduoka** em relação à imputação de

⁵⁷ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.” Note-se que dispositivo de teor equivalente consta do art. 19 da RCVM nº 44/2021.

⁵⁸ COSTA, Roberto Teixeira da. Crises Financeiras: Brasil e mundo (1929-2023); coordenação Fábio Pahim Jr. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2023. p. 232.

⁵⁹ Valor atualizado monetariamente pela variação do IPCA (IBGE) de dezembro de 2013 a agosto de 2023.



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

infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02;

(ii) pela **condenação** de **Marcelo Caleffi Sperb e Nobel Administração e Gestão de Recursos Ltda.** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 10.360.653,74** (dez milhões, trezentos e sessenta mil, seiscentos e cinquenta e três reais e setenta e quatro centavos), sendo **R\$ 2.590.163,44** (dois milhões, quinhentos e noventa mil, novecentos e cento e sessenta e três reais e quarenta e quatro centavos) para Marcelo Caleffi Sperb e **R\$ 7.770.490,30** (sete milhões, setecentos e setenta mil, quatrocentos e noventa reais e trinta centavos) para Nobel Administração e Gestão de Recursos Ltda., por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02;

(iii) pela **condenação** de **Carlo Frederico Castilho Malta** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 424.896,64** (quatrocentos e vinte e quatro mil, oitocentos e noventa e seis reais e sessenta e quatro centavos) por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02;

(iv) pela **condenação** de **Ricardo Barreto Bulcão de Vasconcellos** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 243.946,46** (duzentos e quarenta e três mil, novecentos e quarenta e seis reais e quarenta e seis centavos) por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02;

(v) pela **condenação** de **Nelson Vidal Lacerda de Godoy** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 34.363,60** (trinta e quatro mil, trezentos e sessenta e três reais e sessenta centavos) por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02;

(vi) pela **condenação** de **Rodolfo Medina** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 136.451,44** (cento e trinta e seis mil, quatrocentos e cinquenta e um reais e quarenta e quatro centavos) por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02; e

(vii) pela **condenação** de **Lionel Chulam** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 266.600,86** (duzentos e sessenta e seis mil, seiscentos reais e oitenta e seis centavos) por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02.

170. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/76, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público



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

Federal no Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício nº 667/2020/CVM/SGE⁶⁰, de 27.11.2020, para as providências que entender cabíveis no âmbito de sua competência.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de setembro de 2023

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

⁶⁰ Doc. 1148069.



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

ANEXO ÚNICO

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

Acusado	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Valor atualizado até 08/2023 (R\$)	Multa (2x)
Carlo Malta	120.178,00	12.12.2013	212.448,32	R\$ 424.896,64
Ricardo Vasconcellos	68.997,95	19.12.2013	121.973,23	R\$ 243.946,46
Nelson Godoy	9.719,42	13.12.2013	17.181,80	R\$ 34.363,60
Rodolfo Medina	38.594,00	16.12.2013	68.225,72	R\$ 136.451,44
Lionel Chulam	75.405,53	05.12.2013	133.300,43	R\$ 266.600,86
Nobel Administração e Marcelo Sperb	2.930.412,95	17.12.2013	5.180.326,87	R\$ 10.360.653,74

Obs.: Atualização pelo IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil, refletindo atualização disponível para correção dos valores até o mês de agosto de 2023.