



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001830/2021-16

Reg. Col. nº 2938/23

Acusados: Silvio Tini de Araújo
Caio Galli Carneiro
Júlio César da Silveira Rossi

Assunto: Possível utilização de informação relevante ainda não divulgada (art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, c/c art. 155, §4º, da Lei 6.404) e violação do dever de guardar sigilo (art. 8º da Instrução CVM nº 358, c/c art. 155, § 1º, da Lei 6.404).

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Acompanho o Relator na condenação a Silvio Tini, embora respeitosamente divirja parcialmente dos fundamentos. Em suma, concordo que Tini praticou conduta vedada pelo art. 155, §1º da Lei 6.404, pois valeu-se da informação que tinha, sobre a mudança de segmento de listagem da Alpargatas, a fim de obter vantagens para terceiros. Discordo especificamente da quebra de sigilo (art. 8º da ICVM 358), por nada ter revelado o acusado sobre a informação em que se baseou para recomendar a compra de ALPA3 a Caio Galli e Júlio César Rossi. Tal divergência, porém, não afeta a conclusão sobre a materialidade da quebra do dever de lealdade perante a companhia por uso de informação privilegiada, nem sobre a dosimetria aplicável.

2. Quanto a Caio e Julio César, a conduta que a Acusação descreve não preenche todos os elementos do tipo a eles imputado (art. 155, §4º, Lei 6.404; art. 13, §1º, ICVM 358). Não tinham posse da informação relevante alegada pela acusação, *i.e.*, a mudança de segmento de listagem da Alpargatas. Sem lhe ter tido acesso, não poderiam ter utilizado essa informação. Adianto que não se trata de opinião pela *licitude* de sua conduta, apenas de uma acusação equivocada: poderiam, em tese, ser condenados como partícipes do uso de informação privilegiada por Silvio Tini, mas não tendo sido esta a acusação, não há materialidade do ilícito a eles imputado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II. PRÁTICA DE INSIDER TRADING POR SILVIO TINI

3. Conforme o §123 da peça acusatória, o ilícito imputado a Silvio Tini é o da infração aos deveres impostos pelo art. 155, §1º da Lei 6.404 e pelo art. 8º da ICVM 358.

4. A acusação usa a expressão “dever de sigilo”, e com isso parece ter focado no aspecto mais estritamente informacional, segundo o qual Tini teria revelado o segredo que deveria guardar acerca do fato relevante que a companhia vinha optando por ainda não divulgar. Apesar disso, a conduta que a Acusação descreve, com a qual o Defendente teria praticado o ilícito, é “*ter aconselhado os operadores Caio Galli e Júlio Rossi a adquirir ações ordinárias de emissão da Alpargatas, conforme descrito nos parágrafos 25 a 68 e concluído nos parágrafos 101 a 113*”. E o art. 155, §1º, da Lei 6.404 inclui expressa vedação a tal conduta ao vedar o uso de informação privilegiada com o intuito de beneficiar terceiros:

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, **sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.**

5. Assim, entendo ser possível chamar o comando do §1º do art. 155, de maneira ampla, como “dever de sigilo do art. 155, §1º”, pois o dispositivo como um todo contém claramente a vedação à conduta *de valer-se da informação para obtenção de vantagens*, sem que exija, nessa tipificação, a efetiva comunicação da própria informação não divulgada a quem quer que seja. O sigilo propriamente dito, *sobre a migração para o Novo Mercado*, não foi rompido na conversa entre Tini e Galli. Mas independentemente da *qualificação* de sua conduta como “quebra de sigilo”, da Acusação descreveu e provou os *atos*, que constituem uma conduta sobre a qual incide perfeitamente a parte final do dispositivo que a Acusação disse infringido.

6. Como bem disposto nos §§38-39 do voto do Relator, a Acusação demonstrou que Silvio Tini tinha a posse da informação relevante, qual seja, a perspectiva de que a companhia iria migrar para o Novo Mercado com relação de conversão de 1,3 PNs para cada ON. Também concordo com a análise do voto do Relator sobre a consciência de Tini da irregularidade de sua conduta pelo teor do que falou a Galli.

7. Portanto, a peça acusatória apenas não *qualificou* a conduta de Tini como “prática de *insider trading*”, ou “uso de informação privilegiada para beneficiar terceiros”, ou outra nomenclatura que fizesse referência ao núcleo do que efetivamente fez. Mas tais nomenclaturas não me parecem relevantes. Aliás, o único nome que a Lei 6.404 dá aos deveres do art. 155 é “Dever de Lealdade”. O que importa é que a conduta foi descrita com elementos suficientes de individualização e prova (que vai bem além dos meros indícios com que se normalmente tem de lidar em casos de *insider trading*) da conduta de Tini, e que o dispositivo que a Acusação afirma ter sido infringido – art. 155, §1º da LSA – incide sobre essa conduta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. Discordo apenas que tenha havido infração especificamente ao *sigilo*, propriamente dito, como previsto no art. 8º da ICVM 358. O dispositivo diz (este sim com nome na regra de “Dever de Guardar Sigilo”):

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, **guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado** em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como **zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam**, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

9. Há duas condutas positivas impostas: guardar sigilo das informações e zelar para que outros também guardem. Em tese se poderia supor que esse “cumprir guardar sigilo” pressuporia o dever por inteiro previsto no art. 155, §1º da LSA, pois ali se usa a mesma expressão “cumprir guardar sigilo”, e com isso “importar” para o art. 8º da 358 a vedação do uso da informação para obtenção de vantagem; porém, a mesma instrução tem dispositivos específicos sobre vedações à negociação no art. 13.

10. Em atenção à visão da Diretora Marina Copola, um breve comentário. No §9 de seu voto, afirma que, quanto ao dever de sigilo, *“nada além do silêncio por parte do administrador deveria ser admissível”*. Penso ser bem plausível esta noção, sendo possível, assim, dizer que a diferença entre uma conduta como a de Tini e outra em que um administrador revele o teor do fato relevante é apenas uma diferença de grau em que o sigilo é rompido. Parece-me, inclusive, que tal interpretação é adequada para avaliação do descumprimento de deveres em âmbito de direito privado, para fins, por exemplo, de hipotética responsabilização patrimonial, justa causa para encerramento de contrato, entre outros efeitos. Em âmbito punitivo, porém, creio que a leitura dos deveres impostos deve ser mais restritiva, de modo que, sendo ambas as leituras semanticamente possíveis, apenas a mais estrita pode ser aplicada para concluir pela prática de uma infração. Nesses termos, não vejo como se pode dizer que o art. 8º, especificamente, foi violado com base nos fatos demonstrados nos autos.

11. Por outro lado, isto não importa para a condenação. A meu ver, o descumprimento ou não de um dispositivo infralegal nesse caso é mero berloque argumentativo. A lei foi violada e a conduta mais grave é exatamente o uso da informação para obtenção de vantagem. Como se percebe do caso dos autos, não é necessário divulgar a informação para utilizá-la para obtenção de vantagem. Quando há a quebra do sigilo, ele é meio para a prática dessa conduta mais grave. Assim, é indiferente que tenha ou não tenha havido o vazamento das informações relativas à operação, pois se tivesse havido, essa infração seria absorvida pela mais grave. No caso da lei, como é dispositivo é o mesmo para as duas condutas (§1º do art. 155), não há duas infrações; fossem duas (como são tratadas na Instrução 358), ocorreria a consunção: a hipotética violação ao art. 8º seria absorvida pela violação ao art. 13, caso esta também tivesse sido imputada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Acompanhamento, portanto, a conclusão da violação ao art. 155, §1º da Lei 6.404 por Silvio Tini, por entender que ele se valeu da informação sigilosa que detinha sobre as mudanças em curso na Alpargatas a fim de obter vantagem para terceiros, em frontal e expressa violação a seu dever de lealdade para com a companhia.

III. A DICA DE SILVIO TINI COMO INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

13. Segundo a análise empreendida pelo ilustre voto do Relator, a informação privilegiada que Caio Galli e Júlio César Rossi teriam utilizado não seria exatamente a perspectiva de que a Alpargatas iria aderir a novo segmento de listagem com conversão de PNs em ONs, e sim a própria recomendação de compra feita por Tini, motivada pelo conhecimento de *alguma* (outra) informação privilegiada. Seguem trechos do voto nesse sentido (grifos originais):

44. Veja-se o próprio Silvio Tini dizendo que **“a ALPA ON tá muito distorcida...você não quer comprar um pouquinho pra você, hein, Caio?”** Prosseguindo: (...) **Essa ON [ALPA ON] está mais barata, viu, Caio?”** (...) Veja-se, também, Silvio Tini consciente que o conteúdo da ligação era sensível: **“Muito cuidado com isso que eu falei, viu, Caio? (...) Pra não...pra não me complicar, hein cara?”**.

45. Estamos diante de efetivo repasse de informação privilegiada sobre a expectativa de valorização das ações, por um administrador da companhia, ciente da existência de uma informação relevante e não divulgada, e não de uma mera análise técnica sobre a perspectiva de valorização do ativo ALPA3.

47. Assim, entendo que está demonstrada a existência e a posse de informação privilegiada por Silvio Tini a respeito: (i) da possível migração da Companhia para o segmento de Novo Mercado; e, também, (ii) da conseqüente expectativa de valorização das ações de Alpargatas, no contexto de que este agente tinha conhecimento de tratativas estratégicas e sigilosas da Companhia.

14. O §47 acima mostra que haveria, assim, **duas** informações privilegiadas nos fatos: **uma**, a acessada e utilizada por Tini, i.e., o fato relevante de que a companhia estava prestes a converter suas preferenciais em ordinárias pela vantajosa (para os ordinaristas) relação de 1,3 PN/ON (que o §47 chama de “informação relevante e não divulgada). **A outra** informação privilegiada (que no §45 é o objeto do “efetivo repasse”) seria a própria recomendação que Caio Galli recebeu de Tini (e que teria repassado a Júlio César, segundo a Acusação), para comprar ONs – e até evitar PNs¹. Essa recomendação seria uma informação privilegiada porque vinha de um *insider* claramente baseado em informação sigilosa, pelo teor das explícitas insinuações e alertas de Tini a Galli. Como diz o Relator (a que acrescentei os destaques):

51. ...[A] existência de informação privilegiada neste caso concreto não se restringe aos detalhes da estratégia da Companhia de se listar no segmento de Novo Mercado, mas **também se reflete sobre a expectativa de Silvio Tini em relação aos efeitos das tratativas na cotação dos ativos.** (nota de rodapé omitida)

¹ Caio: E a PN...tem...tem gente mostrando compra aqui, viu Silvio? Tem um monte de gente olhando aí.

Silvio: **É, mas não...não se mete nessa não...**

Caio: Não...não tô nem olhando...

Silvio: **Ah não. Vai no outro que lá que eu falei... né?**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. É nesse ponto que reside a razão de minha divergência. Mas trata-se de uma divergência mais processual do que de mérito. Explico.

16. Concordo com a análise do Relator de que essa “segunda” informação – a circunstância de que Tini estava recomendando a compra de ONs (e “desrecomendando” as PNs) – constituía uma vantagem informacional significativa, por todas as razões bem desenvolvidas em seu voto. O que não concordo é que essa tenha sido a acusação formulada contra os Defendentes.

17. Por transparência e honestidade intelectual, reconheço que a Acusação chega a expor um raciocínio em alguma medida compatível com essa tese. Trata-se do §68 da peça acusatória:

68. ...[Restou] comprovado que Silvio Tini **descumpriu o dever de sigilo** imposto aos administradores de Companhias Abertas (...) **por**, sabendo que a Alpargatas havia iniciado o processo de avaliação da Companhia para fins de migração para o Novo Mercado da BM&FBovespa (...), **ter aconselhado** os operadores Caio Galli e Júlio Rossi **a adquirir ações ordinárias de emissão da Alpargatas**. (Grifos adicionados).

18. Assim, entendo ser possível enxergar, ou ao menos vislumbrar, a tese segundo a qual: (i) *se* o dever de sigilo é descumprido quando um *insider* divulga **informação privilegiada**; e (ii) *se* o dever de sigilo foi descumprido quando Silvio Tini **aconselhou a compra de ALPA3**, baseado em seu conhecimento do processo de adesão ao Novo Mercado pela Alpargatas; *então*, (iii) tal **aconselhamento** configura **informação privilegiada**.

19. Dito isso, contudo, entendo que o §68 menciona essa questão apenas *en passant*, sem uma argumentação articulada, e no decorrer da peça acusatória não localizei novamente algum sinal de que a Acusação considerou a recomendação de compra como informação privilegiada.

20. Pelo contrário, entendo que prevalece a noção de que a informação que a Acusação considera relevante, e que Silvio Tini teria transmitido a Caio Galli (e este a Júlio César Rossi), é apenas perspectiva de migração para o Novo Mercado, especialmente pela relação de troca de 1,3 PN para cada ON. Seguem os §§80-81 da peça acusatória:

80. A venda das ações PN e a compra das ações ON constituem forte indício do uso da informação relevante ainda não divulgada ao mercado relacionada ao Estudo da relação de troca que seria aplicada em caso de aprovação da migração da Alpargatas para o Novo Mercado, na proporção de 1,3 ações preferenciais para cada 1 ação ordinária.

81. Mesmo que não tivesse conhecimento exato das tratativas da Companhia em relação a possível migração, a análise da transcrição dos telefonemas entre Caio Galli e Silvio Tini em 29.03.2017 não deixa dúvida de que Silvio Tini indicava a compra das ações [ALPA3].

21. Ao tratar de Júlio César, a Acusação também passa a ideia de que a imputação é a de que ele teria utilizado a informação da perspectiva de migração para o Novo Mercado:

97. Resta claro, portanto, que Júlio César Rossi (...) descumpriu o disposto no art. 13º, § 1º da Instrução CVM 358/02 (...), c/c Art. 155, § 4º da Lei 6.404/76, por ter negociado com ações de emissão da Alpargatas **utilizando-se de informação** recebida por Silvio Tini antes da divulgação ao mercado **de que estava em curso o processo de avaliação da Companhia visando a migração para o Novo Mercado** da BM&FBovespa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Já na Conclusão da peça acusatória, há a mesma assertividade (grifos adicionados):

98 . O presente Inquérito Administrativo foi instaurado para "*apuração de eventual utilização de informações privilegiadas em negociações com ações de emissão da Alpargatas S.A., no período anterior à publicação, em 20.04.2017, de Fato Relevante informando ao mercado a intenção de migração da Companhia para o segmento especial de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A....*".

99[Nos] dias 10, 12 e 17 de abril de 2017, Caio Galli (...) solicitara a realização de operações envolvendo ações ON e PN da Alpargatas. (...) [A] Bradesco Corretora identificou a realização de duas ligações telefônicas ocorridas respectivamente às 10h42 e às 11h01 do dia 29 de março de 2017, por meio das quais **Silvio Tini**, conselheiro da Companhia, **possuindo informações não públicas sobre a Companhia**, fez indicação a Caio Galli da compra de ações ALPA3.

100. **Tais informações se referiam ao processo de migração da Alpargatas para a listagem do Novo Mercado** da BM&FBovespa que, conforme informado pela Companhia (docs. [...]) e pelos participantes envolvidos, teve início em fevereiro de 2017. (...)

110. Não resta dúvida que **Silvio Tini teve, sim, conhecimento** da conclusão dos trabalhos do Bradesco BBI e **recebeu a versão final do Estudo elaborado para fins de migração da Alpargatas contendo a proposta de relação de troca de 1,3 PN para cada 1,0 ON** pelo menos em 25.03.2017, quatro dias antes do telefonema entre ele e Caio Galli.

111 . Resta claro, portanto, que, **de posse desta informação, a divulgou indevidamente, aconselhando não apenas Caio Galli (...)** a adquirir ações ordinárias de emissão da Alpargatas, **como recomendou a este que contatasse Júlio César Rossi, (...)**, para que Júlio César Rossi **também adquirisse as mencionadas ações**, descumprindo o dever de sigilo estabelecido no artigo 8º da Instrução CVM nº 358 (...), bem como o dever de lealdade à Companhia, estabelecido no art. 155, § 1º, da Lei Nº. 6.404/76.

23. Mesmo quando a Acusação aborda a questão de que Silvio Tini não falou da conversão de ONs para PNs, da relação de troca ou mesmo de qualquer outra questão de fundo para motivar a dica de compra, a única informação privilegiada descrita pela Acusação como objeto de acesso e utilização por Caio e Júlio César é a migração da companhia para o segmento de listagem com a relação de troca que asseguraria uma valorização expressiva das ONs:

115. Mesmo não tendo recebido **a informação exata e detalhada sobre o processo de migração da Alpargatas para o Novo Mercado** ou quais efeitos a troca de ações teria na cotação das ações ordinárias da Companhia, Caio Galli sabia da **importância de tal informação**, uma vez que era de seu pleno conhecimento que Silvio Tini ocupava há longo tempo o cargo de conselheiro da Alpargatas. Ao receber **a informação**, não hesitou em comprar as ações ON e vender as ações PN, claramente buscando beneficiar-se da alta das ações ordinárias e queda das preferenciais que **ocorreria quando da eventual efetivação da migração**.

24. Tenho como premissa, portanto, que a **informação privilegiada** com base na qual Caio Galli e Júlio César teriam realizado suas operações, segundo a narrativa acusatória, é tão-somente a perspectiva de que a Alpargatas estava em vias de migrar para o Novo Mercado, com a relação de troca vantajosa para as ONs em virtude do aumento da participação nos resultados que estas viriam a ter. O §115 acima mostra que para a Acusação o que teria faltado dessa informação seriam a exatidão e detalhes, mas ainda assim seria a migração para o Novo Mercado a informação e não a recomendação de compra feita por Tini.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

25. Assim, não vejo como prosperar a condenação, não pelo mérito da argumentação do voto do Relator, mas por não ter sido objeto da acusação da qual se defenderam os acusados.

IV. GALLI E ROSSI: FALTA DE MATERIALIDADE FRENTE À IMPUTAÇÃO DA ACUSAÇÃO

26. Sob a hipótese de que a recomendação de Silvio Tini tivesse constituído a informação privilegiada, concordo que eles teriam usado tal informação para negociarem. Não tenho claro para mim que essa informação reuniria as características previstas na lei para configurar uma “informação relevante” (especialmente os aspectos de ter sido obtida em razão do cargo e de dever ser divulgada), mas nem adentro essa análise por não ter sido essa a acusação.

27. Como entendo que a Acusação considera como informação privilegiada apenas a perspectiva de migração para o Novo Mercado e conversão das PNs para ONs, não há materialidade.

28. A Acusação atribui aos acusados Silvio Tini e Caio Galli apenas as interações que tiveram pelas conversas. Isso torna este caso ímpar, pois a transmissão da informação normalmente é objeto de conjecturas e inferências a partir de indícios – como o que se faz, nestes mesmos autos, acerca da interação entre Caio e Júlio César. Não há qualquer *prova* de que estes dois acusados se falaram, mas há os indícios fortíssimos da interação entre eles, especialmente pelo fato de Rossi ter adquirido ALPA3 nove minutos depois que Galli encerra a segunda ligação com Tini, tendo este dito a Galli que lhe transmitisse a mesma recomendação. Não me aprofundarei nesta questão pois concordo com a análise do voto do Relator sobre a suficiência desses indícios para concluir que Galli falou para Rossi o que ouvira de Tini.

29. Mas em relação a Galli e Tini, não há conjecturas de interações adicionais. Não há indícios. Há uma prova cabal de que eles conversaram e de tudo o que foi dito. A Acusação não supõe ou insinua que, entre uma ligação e outra, ou depois da segunda ligação, Tini tivesse de alguma forma comunicado mais coisas a Galli. Daí, concluir se houve ou não houve repasse da informação sobre a migração para o Novo Mercado é mera interpretação de texto (ou áudio).

30. Nesse sentido, concordo com a análise feita inicialmente pela SMI² (referida nos §8 do Voto do Relator). Não houve menção, indireta que fosse, à operação. Claro que, olhando pelo retrovisor, vemos que quando Tini recomenda apenas as ONs e despreza as PNs, isso se devia a seu conhecimento da relação de troca. Mas para Galli ou qualquer outro interlocutor, a razão poderia ser outra. Tini disfarça a dica, já na própria conversa, dizendo que a motivação da recomendação seria por uma “distorção” em desfavor das ONs. Essa razão seria plausível em situações normais, pois as diferenças de cotação podem não refletir a diferença no fluxo de caixa esperado: se a PN pagava 10% a mais de dividendos, seu preço teórico – ausentes distorções de liquidez ou algum valor atribuído a votos, em blocos relevantes – deveria ser

² Doc. 0387452. “(a) recomendação feita pelo conselheiro não possui nenhuma informação relevante que colocasse o comprador em condição de desequilíbrio frente aos demais participantes do mercado;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

cerca de 10% superior às ONs, não mais. Um spread superior a esse percentual, assim, realmente configura em princípio uma boa razão para adquirir as ações ordinárias – como, aliás, articulado pela Defesa e bem destacado da tribuna.

31. Tini, contudo, conseguiu a proeza de gerar um caso de *insider trading* com prova concreta (ao menos no que se refere à sua atuação específica). Não deixa de ser uma espécie de feito. A falta de discernimento, que em seu voto a Diretora Marina Copola lhe atribui quanto às responsabilidades do cargo, parece ter um alcance até um pouco mais amplo, pois certamente sabia que a ligação era gravada – e ainda assim, depois de falar em distorção de preços, sai-se com os pedidos de reserva, não falar mais, alertas sobre ser prejudicado etc., bem destacados pelo Relator, como que pintando de vermelho as unhas do elefante para escondê-lo no morangal. Galli certamente sabia, por essas falas, que havia algo a mais. Sabia que Tini lhe fazia a recomendação baseado em algo que não podia revelar.

32. Que não podia e que não revelou. Galli não poderia ter inferido, por mais desastrada a fala de seu cliente, qualquer elemento acerca da operação em vias de ser realizada. Galli não tinha a informação relevante, ou ao menos não a recebeu de Tini naquela conversa.

33. Se Galli não a tinha, não a poderia ter repassado a Rossi. E a Acusação nem cogita que Tini teria feito contato direto a Rossi. Galli e Rossi tinham alguma informação que lhes permitisse saber algo a mais que o mercado? Sim, pelas razões que o Relator aponta – tinham a recomendação de Tini e a consciência de que esta se baseava em informação privilegiada detida (mas não compartilhada) por Tini. Mas eles tinham a informação *cujá posse e cujo uso a Acusação lhes imputa*? Ou seja, tinham a posse da informação de que a Alparcatas passaria para o Novo Mercado com uma relação de troca que beneficiava especificamente as ONs?

34. Não.

35. De um lado, os fatos *alegados* pela Acusação configurariam *em tese* infração ao art. 13, §1º da ICVM 358 e art. 155, §4º da Lei 6.404, pois *se* Galli e Rossi tivessem a informação da perspectiva de migração para o Novo Mercado, esta seria uma informação “ainda não divulgada ao mercado” e “referente a fato relevante” (ICVM 358) e “obtida em razão do cargo (de Tini)” e “capaz de influir de modo ponderável na cotação” das ações (LSA). Mas não há prova disso. Nem indício. Ao contrário, há prova do que Tini falou. E embora ele tenha falado o que não poderia falar, o fez *sem revelar a informação*. Ou seja, não houve acesso à informação, um requisito essencial para configuração do ilícito do §4º do art. 155.

36. Tal conclusão, reconheço, leva a certo desconforto. Mesmo não tendo conhecimento das informações sobre a possível migração para o Novo Mercado, Galli e Rossi sabiam que Tini tinha alguma informação privilegiada. Sua conduta teria sido atípica? Haveria essa brecha no ordenamento jurídico, pela qual seria lícito agir como agiram, sabendo o que sabiam, por faltar um dos elementos do tipo?



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. A resposta é negativa. É preciso ter frieza para reconhecer a possibilidade de que certas condutas possam vir a agredir um senso de justiça ou correção sem que estejam proibidas por normas legais ou sejam passíveis de sanção, mas não me parece ser este o caso. A meu ver, Galli e Rossi agiram como partícipes da negociação com base em informação privilegiada praticada por Silvio Tini e poderiam ser punidos em tal qualidade, *se assim tivessem sido acusados*. O problema é que foram acusados como *autores* da infração. A eles a Acusação atribui, claramente, toda a conduta típica. Nos §§124 e 125 da peça acusatória, a conduta é a mesma, mudando apenas a circunstância de que em relação a Galli a informação lhe teria sido transmitida por Silvio Tini e em relação a Rossi não se menciona quem lha teria transmitido:

124 . Caio Galli Carneiro (...) por, **utilizando-se de informação relevante ainda não divulgada ao Mercado a ele transmitida por Silvio Tini de Araújo**, realizar operações com ações de emissão da Alpargatas, descumprindo, assim, o disposto no art. 13, §1º da Instrução CVM 358/02, vigente à época dos fatos, c/c Art. 155, § 4º da Lei 6.404/76 (...).

125. Júlio César da Silveira Rossi (...) por, **utilizando-se de informação relevante ainda não divulgada ao Mercado**, realizar operações com ações de emissão da Alpargatas, descumprindo, assim, o disposto no art. 13, §1º da Instrução CVM 358/02, vigente à época dos fatos, c/c Art. 155, § 4º da Lei 6.404/76 (...).

38. Por mais reprovável que tenha sido a conduta desses Defendentes, eles foram acusados de fatos que não se verificaram, pois para a Acusação a informação relevante ainda não divulgada ao mercado era a perspectiva de que a Alpargatas estava em vias de migrar para o Novo Mercado com relação de troca favorável para as ONs.

39. Com a conduta que praticaram, entendo haver elementos que permitiriam dizer que concorreram para a prática do ilícito praticado por Silvio Tini. Este, como afirmei mais acima, incorreu na vedação do art. 155, §1º, da Lei 6.404, ao utilizar (“valer-se”) a informação da perspectiva de migração para o Novo Mercado a fim de obter vantagem para outrem, no caso os próprios Galli e Rossi. Era Tini quem tinha o domínio do fato, pois é quem efetivamente tinha a posse da informação por tê-la obtida em razão do cargo. Ainda que Tini não tivesse domínio da vontade dos dois outros Defendentes, ao instigá-los a negociarem ele já me parece ter consumado o ilícito. Afinal, o tipo é amplo ao falar apenas em “valer-se da informação mediante compra ou venda de valores mobiliários”, e não “comprar ou vender valendo-se da informação”. Se o tipo tivesse como núcleo a conduta de *comprar ou vender*, o acusado precisaria ter o poder de determinar que os outros praticassem tais atos para ser considerado autor. Mas ao fazer a recomendação que fez, já entendo que “se valeu” da informação com a finalidade de obter vantagem para outrem. Esta vantagem seria obtida pelos próprios favorecidos, “mediante compra ou venda de valores mobiliários”, sem que houvesse necessidade de qualquer outro ato de Tini para gerar o resultado, que poderia ou não vir a acontecer, mas a partir de uma cadeia de causalidade já inteiramente determinada pelos atos de Tini e sem que ele tivesse possibilidade de interrompê-la ou revertê-la.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

40. Galli e Tini, por sua vez, atuaram sem todos os elementos do tipo (por não terem tido acesso à informação), mas sabiam que Tini tinha alguma informação privilegiada ao lhes recomendar a compra de ALPA3. Pelo que me parece, portanto, concorreram para a prática do ilícito na qualidade de partícipes, conforme a conceituação clássica do direito penal brasileiro³.

41. Ocorre que não foi essa a acusação imputada aos Defendentes. Pelos elementos que a Acusação reuniu, parece-me que teria sido fartamente suficiente o contexto probatório para lhes imputar a atuação que tiveram, mesmo sem o conhecimento da informação, mas por saberem que Tini tinha alguma informação. Porém, a infração deveria ter sido a mesma imputada a Tini, mas de maneira acessória quanto a Galli e Rossi (ainda que isso não implicasse, no caso, menor gravidade⁴). Embora o ilícito seja “formal”, ou seja, prescindida do resultado material, a atuação de Galli e Rossi ao negociarem as ações era o elo causal necessário para a possibilidade efetiva de geração do resultado pretendido. Assim, ao negociarem eles teriam concorrido para a infração, e com o grau de reprovabilidade do dolo e de saberem o que Tini estava fazendo – ainda mais quando se considera que eram os próprios beneficiários.

42. Feitas essas considerações, apresento uma ressalva. Sem oportunidade de defesa, não há devido processo. As assertivas que faço nos §§37-41 acima não são de modo algum conclusivas. Devem ser tomadas como entendimento de qual *deveria ter sido* a acusação, a fim de que a Defesa pudesse manifestar-se sobre tais imputações. Em tese, por mais que a linha de argumentação dos acusados Galli e Rossi tenha sido a de que negociaram baseados em análises próprias de fundamentos econômicos (a respeito de cuja fragilidade concordo com o voto do Relator), não há como inferir que teriam seguido a mesma estratégia defensiva se a acusação fosse diferente em algum aspecto ou medida.

V. BREVE COMENTÁRIO SOBRE O LUCRO NÃO REALIZADO

43. Por fim, algumas linhas sobre a circunstância de Caio e Júlio César não terem vendido as ações ALPA3 para realizar o lucro. Sua força como contraindício é questionável economicamente. Se o investidor quiser carregar a posição a longo prazo, a vantagem é a mesma: ele apenas mantém o lucro em forma de outro ativo, ações ao invés de dinheiro.

³ Código Penal: Art. 29 - **Quem, de qualquer modo, concorre para o crime** incide nas penas a este cominadas, na medida de sua culpabilidade.

O partícipe é aquele que contribui para a realização do ilícito, mas sem praticar os atos executórios principais. Ele auxilia ou induz o autor a cometer a infração, mas sua conduta não reúne todos os elementos do tipo da infração principal. A participação pode ocorrer por instigação ou auxílio material. O partícipe não tem o domínio final do fato, ou seja, ele não controla diretamente a execução do ilícito. O coautor, por outro lado, participa da execução da infração de maneira conjunta e coordenada com outros, reunindo em sua conduta todos os elementos do tipo da infração principal. Ele tem o domínio final do fato junto com os demais coautores. A coautoria é caracterizada pela divisão de tarefas entre os envolvidos, onde cada um contribui para a realização do tipo infracional.

⁴ A participação ser de menor importância não é uma decorrência necessária da concorrência para o crime, pelo texto legal. O §1º do art. 39 do CP diz: Se a participação for de menor importância, a pena pode ser diminuída de um sexto a um terço. Ou seja, a menor importância é uma possibilidade, não uma necessidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. Quando se leva em conta que as ONs da Alpargatas têm menor liquidez, ainda mais razão se vê para quererem segurar as ações, ainda mais quando se considera que os valores foram tão pífios, flertando até com o princípio da bagatela, que faria pouca diferença prática realizar o resultado – já que foi possível adquirir barato, vender ou carregar é algo que indica apenas o perfil do investidor, não a circunstância de ter ou não usado informação privilegiada.

45. A ideia de que se vende logo depois da divulgação da informação ao mercado só reflete o “curto-prazismo” geral do investidor. A vantagem não é o lucro realizado, é o fato de se adquirir uma posição por preço mais em conta. O adquirente pode levar a posição para o resto da vida, que terá mantido a vantagem.

46. Em todo caso, tais considerações não têm impacto sobre as conclusões a que chego neste caso, pelas razões expostas no tópico anterior.

VI. CONCLUSÃO

47. Em síntese:

(A) Concordo que Silvio Tini violou o art. 155, §1º, da Lei 6.404, pois se valeu da informação a que tivera acesso em virtude de seu cargo, e sobre a qual tinha o dever de manter sigilo, de que a Alpargatas estava em vias de migrar para o Novo Mercado, a fim de obter vantagem para Caio Galli e Júlio César Rossi por meio de negociações com ALPA3, que nas ligações de 29.03.2017 recomendou a Caio Galli que fizessem.

(B) Entendo que Silvio Tini não infringiu o art. 8º da ICVM 358, pois não revelou qual era a informação em que se baseava para recomendar a compra de ALPA3 e, assim, não violou sigilo. Contudo, isto não afeta minha conclusão acerca da dosimetria aplicada pelo Relator, pois a entendo compatível com a conduta que manteve ao usar uma informação própria da companhia para benefício de terceiros a quem quis agradar por capricho, efetivamente apropriando-se, sem contrapartida, de riqueza daqueles a quem devia lealdade.

(C) Entendo que não há materialidade da infração ao art. 155, §4º da 6.404 ou ao art. 13, §1º da ICVM 358 atribuída pela Acusação a Caio Galli e Júlio César Rossi. De um lado, concordo, conceitualmente, com a análise do voto do Relator segundo a qual tais Defendentes teriam usado a informação consistente na própria recomendação de compra de ALPA3, que Silvio Tini fez a Galli de modo a deixar claro que estava baseado em informação privilegiada. De outro, porém, entendo que esta não foi a informação que foram acusados de ter acessado e utilizado, e sim apenas a da migração para o Novo Mercado. Como não houve qualquer indicação dessa informação específica por Tini a Galli, tais acusados não preenchem o elemento essencial do tipo que exige o acesso à informação, para que a pudessem ter utilizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. Assim, voto pela absolvição de Caio Galli e Júlio César Rossi das acusações que lhes foram imputadas e acompanho o voto do Relator sobre a condenação de Silvio Tini à pena de inabilitação, pela prática da conduta vedada pelo art. 155, §1º, da Lei 6.404.

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2024.

João Accioly

Diretor