



## 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](http://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:** Apurar eventual utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (art. 13, §1º, da então vigente Instrução CVM nº 358/02, c/c art. 155, §4º, da Lei nº. 6.404/76) e violação do dever de guardar sigilo (art. 8º da Instrução CVM nº 358/02, c/c art. 155, § 1º, da Lei nº. 6.404/76).

**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### VOTO

#### I. OBJETO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SPS em face (i) de Caio Galli, operador da Bradesco Corretora, e Júlio César, por suposto uso de informação privilegiada, prática conhecida como “*insider trading*”, em negócios com ações de emissão da Alpargatas S.A. (“Alpargatas” ou “Companhia”), em infração ao disposto no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, c/c art. 13, §1º, da ICVM nº 358/02, vigente à época dos fatos<sup>2</sup>; e (ii) de Silvio Tini, cliente da Bradesco Corretora e conselheiro de administração da Companhia, por supostamente transmitir a Caio Galli informação relevante ainda não divulgada, em violação ao dever de guardar sigilo disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 8º da ICVM nº 358/02.

2. Este PAS originou-se do Inquérito Administrativo (“IA”) CVM nº 19957.001830/2021-16, instaurado pela Portaria CVM/SGE/nº 20, de 09/03/2021, 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*

<sup>1</sup> 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”).

<sup>2</sup> Posteriormente substituída pela Resolução CVM nº 44/2021.



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

*especial de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros”.*

3. Consoante a tese acusatória, consubstanciada no Relatório nº 6/2022-CVM/SPS/GPS-3 (“Relatório nº 6/2022”), há indícios convergentes e robustos de que as compras de ações ordinárias (ALPA3) de emissão da Companhia por parte de Caio Galli, no dia 10/04/2017 (2.600 ações), e de Júlio César, nos dias 29, 30 e 31/03 e 05/04 de 2017 (totalizando 5.300 ações), teriam sido realizadas com utilização indevida de informação relevante ainda não divulgada, que teria sido repassada por Silvio Tini por meio de contato telefônico mantido com Caio Galli em 29/03/2017. De forma resumida, os seguintes indícios teriam levado a Acusação a tal conclusão:

- (i) a relação existente entre Silvio Tini, Caio Galli e Júlio César: este último era o operador da Bradesco Corretora que atendia a Silvio Tini antes de Caio Galli, tendo os dois operadores, inclusive, trabalhado juntos no atendimento a Silvio Tini por certo período;
- (ii) a participação de Silvio Tini nas tratativas relacionadas ao projeto de migração da Companhia para o Novo Mercado;
- (iii) a transcrição dos telefonemas entre Caio Galli e Silvio Tini em 29/03/2017, em que Silvio Tini indicava a compra das ações ordinárias da Alpargatas;
- (iv) a suposta atipicidade das operações de Caio Galli e Júlio César em face de seus históricos de negociação no mercado;
- (v) as supostas contradições presentes nas justificativas por eles apresentadas para a realização das operações, que teriam se baseado em recomendação contida em relatório do Itaú BBA e em suposto “*spread*” entre as ações ordinárias e preferenciais da Companhia; e
- (vi) o horário das compras de ALPA3 em nome de Júlio César Rossi no dia 29/03/2017 às 11h13, cerca de 9 (nove) minutos após o encerramento do segundo telefonema entre Silvio Tini e Caio Galli, finalizado às 11h04.

4. Feita essa breve introdução, passo ao exame da preliminar suscitada por Silvio Tini.

## II. PRELIMINAR

5. A defesa de Silvio Tini alega que o Despacho SMI pelo encerramento do caso teria ocasionado preclusão administrativa, de modo que a posterior reanálise dos fatos pela Administração consubstanciaria infração aos princípios da autolimitação administrativa e da segurança jurídica. Na visão do defendente, não poderia a Autarquia ter reaberto



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

investigações sobre a matéria e alterado o juízo emitido anteriormente sobre determinado fato sem que existissem elementos a justificar tal mudança.

6. Considero improcedentes os argumentos trazidos pela defesa.

7. A reabertura de investigações após o conhecimento de fatos novos é prerrogativa do órgão fiscalizador e não se confunde com o exercício de autolimitação pela Administração Pública<sup>3</sup>.

8. Como consta no Relatório do presente PAS, a referida manifestação da SMI decorreu de análise preliminar, realizada com base nas informações até então disponíveis, cujo principal subsídio foram as gravações telefônicas envolvendo a negociação de ações da Companhia mantidas entre Silvio Tini e o operador Caio Galli em 29/03/2017. Cumpre observar que a análise feita pela SMI se referiu apenas ao eventual uso indevido de informação privilegiada, imputação que não foi conferida ao Silvio Tini. Além disso, a avaliação da GMA-1 e GMA-2 foi feita especificamente com base na comunicação e nos elementos presentes aos autos à época, quando se optou por não aprofundar as investigações naquele momento<sup>4</sup>.

9. Após o Despacho SMI, contudo, a apuração prosseguiu, inicialmente no âmbito da SEP, e, posteriormente, no âmbito do IA conduzido pela SPS, tendo sido colhidos elementos adicionais, dentre os quais se destacam as manifestações dos investigados, de outros executivos e de assessores financeiros da Alpargatas, bem como informações pertinentes ao processo decisório de migração da Companhia para o Novo Mercado.

10. De acordo com as informações fornecidas à CVM pela Companhia<sup>5</sup>, em 10/06/2021, e pelo Bradesco BBI<sup>6</sup>, em 25/11/2021, Silvio Tini era o signatário da carta enviada ao Presidente do CA da Companhia, em 16/03/2017, pela acionista Bonsucex Holding S.A. (“Bonsucex”), sociedade da qual era Presidente, solicitando a análise da viabilidade de migração da Alpargatas para o Novo Mercado da B3 e a realização de estudo para determinar a relação de troca na conversão de ações preferenciais em ordinárias. Além

<sup>3</sup> Nesse sentido, o voto da Diretora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, j. em 31.10.2013.

<sup>4</sup> A respeito do trabalho preliminar da SMI sobre comunicações de possíveis irregularidades no mercado regulado: Relatório de Gestão CVM 2023, disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-cvm-2023-versao-final-1.pdf/view>>. Acesso em 02/07/2024.

<sup>5</sup> Doc. 1283556.

<sup>6</sup> Doc. 1396341.



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

disso, Silvio Tini recebeu a versão final do estudo da relação de troca elaborado pelo Bradesco BBI para fins de migração da Alpargatas em 25/03/2017, antes, portanto, dos contatos telefônicos mantidos com o operador Caio Galli em 29/03/2017.

11. O fornecimento dessas informações, no entendimento da área técnica, indicava a possibilidade de que os negócios tivessem sido motivados por informações privilegiadas, e não pelas razões de cunho econômico-financeiro informadas pelos investigados, o que levou a SEP a recomendar a abertura de um IA junto à SPS.

12. Não se deve comparar a análise preliminar da SMI ao juízo da SPS após diligências mais amplas, robustas e detalhadas sobre os fatos do caso concreto - tais como envio de ofícios com pedido de informações ao autorregulador, ao intermediário, à companhia, oitiva dos envolvidos, entre outras. Portanto, não houve qualquer ilegalidade na retomada das investigações pela SEP, à luz dos novos fatos que vieram ao seu conhecimento, e tampouco há ilegalidade no termo de acusação apresentado pela SPS.

13. Diante do exposto, entendo que a preliminar deve ser rejeitada.

### III. BREVES CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS

14. Antes de tratar sobre os fatos do caso concreto, retomo breves considerações teóricas a respeito dos elementos caracterizadores dos ilícitos imputados na peça acusatória: (i) violação ao dever de sigilo (art. 155, § 1º, da LSA, c/c art. 8º da ICVM nº 358/02) e (ii) uso indevido de informação privilegiada ou *insider trading* (art. 155, § 4º, da LSA, c/c art. 13, § 1º, da ICVM nº 358/02).

#### ***III.I. Violação ao Dever de Sigilo (art. 155, § 1º, da LSA, c/c art. 8º da ICVM nº 358/02)***

15. No ordenamento jurídico brasileiro, o dever de sigilo dos administradores se apresenta como um desdobramento do dever de lealdade perante a companhia. Na redação do *caput* do art. 155 da LSA, é dever do administrador “*servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre seus negócios*”.

16. No texto do §1º do mencionado art. 155, “*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*”. Na esfera administrativa, o §1º do art.



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

155 da LSA é complementado pelo art. 8º da Resolução CVM nº 44/2021, que replica a essência do art. 8º da ICVM nº 358/02, vigente à época dos fatos do caso concreto.<sup>7</sup>

17. Sabe-se que, em regra, a disponibilização de informações claras, completas e tempestivas pelas companhias abertas aos investidores e demais participantes é um dos princípios balizadores da Regulação do Mercado de Capitais<sup>8</sup>. Entretanto, o sigilo de determinadas informações relevantes das companhias justifica-se pela necessidade de proteção ao legítimo interesse e à estratégia de negócios da sociedade, que podem sofrer prejuízo no caso de vazamento de determinadas informações sigilosas, da mesma forma em que o sigilo serve para a proteção contra situações de uso indevido de informação privilegiada<sup>9</sup>.

18. Ao coibir o vazamento indevido de informações relevantes da companhia, o dever de sigilo se presta a duas funções principais: (i) de um lado, garantir a discricção do administrador sobre os negócios sociais, em proteção ao interesse legítimo da companhia; e (ii) de outro lado, do ponto de vista sistêmico do mercado de capitais, vedar situações de *insider trading* ou uso indevido de informação privilegiada<sup>10</sup>.

### ***III.II. Vedação ao Uso Indevido de Informação Privilegiada (art. 155, § 4º, da LSA, c/c art. 13, § 1º, da ICVM nº 358/02)***

<sup>7</sup> A norma da regulação impõe ao administrador de companhia aberta “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”.

<sup>8</sup> Nesse sentido, me manifestei na oportunidade dos: (i) PAS CVM nº 19957.010926/2022-56, j. em 28/02/2023; (ii) PAS CVM nº 19957.009010/2021- 72, j. em 15/08/2023; (iii) PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, j. em 11/07/2023; (iv) PAS CVM nº 19957.010829/2022-63, j. em 05/09/2023; (v) PAS CVM nº 19957.004286/2022-45, j. em 21/12/2023; e (vi) PAS CVM nº 19957.004040/2020-10, j. em 06/12/2023, todos de minha relatoria, tal como em minha manifestação de voto no (vii) PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 29/05/2023.

<sup>9</sup> “No primeiro caso, impõe-se o dever de sigilo quando existir um interesse legítimo da companhia em manter certos fatos em segredo, isto é, sempre que a sua divulgação possa resultar em eventual ‘perigo’ para a condução dos negócios sociais, ou que possa atribuir vantagem a algum concorrente. A obrigação de reserva, nessas situações, está relacionada à ‘confidencialidade’ de uma informação, isto é, o dever de sigilo impõe-se enquanto as informações forem desconhecidas do público (...). O segundo aspecto do sigilo veda a prática do chamado ‘insider trading’. O administrador, em razão de sua posição fiduciária em relação à sociedade e seus sócios, deve guardar sigilo sobre qualquer informação relevante da companhia, da qual tenha conhecimento em razão de seu cargo, sendo-lhe proibido valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante a compra ou venda de valores mobiliários.”. (EIZIRIK, Nelson *et. al.* Mercado de Capitais: Regime Jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 601).

<sup>10</sup> PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, voto proferido pelo Presidente João Pedro Nascimento em 29/05/2023, j. em 31 de outubro 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  
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](http://www.cvm.gov.br)

19. Como já me pronunciei<sup>11</sup>, “a proibição ao insider trading consiste na vedação à negociação de valores mobiliários de posse de informação ainda não divulgada ao mercado, que possa influir na cotação de tais valores mobiliários e na decisão dos investidores de negociá-los”. Esta vedação decorre do dever de lealdade dos administradores perante a companhia, que não podem obter benefícios pessoais ou para terceiros usando uma informação cujo sigilo interessa à companhia, pelo que também se amolda ao princípio da isonomia de acesso a informações entre os investidores do mercado de capitais, refletido no regime de divulgação de informações completas, claras e tempestivas, imposto pela CVM aos emissores de valores mobiliários (“full and fair disclosure”)<sup>12</sup>.

20. A doutrina define duas categorias de uso indevido de informação privilegiada: **(i)** os casos de *insider trading* primário, no qual pessoas ligadas ao emissor de valores mobiliários tenham acesso à informação em razão de seu cargo ou função; e **(ii)** os casos de *insider trading* secundário, nos quais terceiros tenham comprovadamente tido acesso a tais informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado.

21. O tipo administrativo de uso indevido de informação privilegiada está previsto no art. 155, §1º e §4º, da Lei nº 6.385/1976, que, à época dos fatos, era regulado pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (atual art. 13 da Resolução CVM nº 44/2021). Na esfera penal, o ilícito é tipificado como crime no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976.

22. Em diversos precedentes<sup>13</sup>, o Colegiado da CVM sistematizou os elementos que

---

<sup>11</sup> Voto proferido pelo Presidente João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.007285/2022-52, Dir. Rel. Daniel Maeda, julgamento iniciado em 20 de maio de 2024, e, também, na oportunidade do PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, voto proferido pelo Presidente João Pedro Nascimento em 29/05/2023, j. em 31 de outubro de 2023.

<sup>12</sup> Nesse sentido, explica o Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, no âmbito do PAS CVM nº 17/02, j. em 25/10/2005: “23. *Esse dever de abstenção [de negociar em posse de informação privilegiada] decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado*”.

<sup>13</sup> Cf., por exemplo, **(i)** PAS CVM nº 24/05, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008; **(ii)** PAS CVM nº 13/09, Dir. Rel. Eli Loria, j. 13/12/2011; **(iii)** PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba j. em 27/11/2018; **(iv)** PAS CVM nº RJ2016/7189, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/02/2020; **(v)** PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 11/05/2021; **(vi)** PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15/06/2021; **(vii)** PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/03/2023 (votos divergentes do Presidente João Pedro Nascimento e dos Diretores Alexandre Rangel, João Accioly e Otto Lobo); **(viii)** PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo,



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

caracterizam o *insider trading* (primário ou secundário), sendo eles: **(i)** a existência de informação privilegiada; **(ii)** o acesso a tal informação privilegiada; **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

23. Quanto ao **primeiro elemento**, entende-se como privilegiada aquela informação que seja: **(i)** relevante, isto é, que tenha o potencial de afetar a cotação dos valores mobiliários e a tomada de decisão dos investidores de negociá-los<sup>14</sup>; e **(ii)** sigilosa, isto é, que não tenha sido divulgada pela companhia ou que não esteja disponível ao público<sup>15</sup>.

24. Em relação ao **segundo elemento** do tipo, é necessário que o investigado ou acusado, que negociou e/ou emitiu ordens de negociação de valores mobiliários, tenha tido acesso à informação privilegiada.

25. O **terceiro elemento** refere-se à efetiva utilização da informação privilegiada, devendo-se demonstrar que os negócios realizados foram potencialmente motivados ou influenciados por tal informação privilegiada<sup>16</sup>.

26. Por fim, o **quarto elemento** do tipo é o dolo, isto é, a intenção de auferir vantagem indevida, para si ou para terceiros, com os negócios realizados por influência da informação privilegiada<sup>17</sup>.

---

j. em 31/10/2023; e **(ix)** manifestação de voto do Presidente João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.007285/2022-52, Dir. Rel. Daniel Maeda, julgamento iniciado em 20 de maio de 2024. Nesse mesmo sentido: PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Relatora, j. 04.06.2019; PAS CVM nº RJ2015/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 20.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 26.09.2017; PAS CVM nº RJ2014/3225, Dir. Rel. Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/2714, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 07.10.2014; PAS CVM nº 15/04, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. 07.07.2009; PAS CVM nº 04/2004, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. 28.06.2006; e PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. 25.10.2005.

<sup>14</sup> Cf. art. 157, §4º da Lei nº 6.404/1976 e art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002).

<sup>15</sup> PAS CVM nº RJ 2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18/12/2015 e o PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023.

<sup>16</sup> Como ressaltado pelo Diretor Alexandre Rangel no PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. em 15/06/2021 (Dir. Rel. Henrique Machado): “É preciso avaliar, portanto, se as evidências permitem concluir, além de qualquer dúvida razoável, que havia a posse da informação privilegiada e que tal informação foi efetivamente utilizada com o intuito de obter vantagem indevida”.

<sup>17</sup> Conforme PAS CVM nº 04/04, relatoria do Diretor Marcelo Trindade, j. em 28/06/2006: “Veja-se que a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma, isto é, no caso concreto, a efetiva



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

27. Especialmente em casos com possíveis repercussões penais, como é o caso do *insider trading*, tipificado como crime no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, entende-se que as provas necessárias para possível condenação dos acusados devem ser ainda mais robustas, múltiplas e convergentes<sup>18</sup>.

28. Entretanto, a obtenção de provas concretas do **acesso** e da **utilização** da informação privilegiada pode ser, por muitas vezes, de difícil apuração durante as investigações, uma vez que os agentes econômicos, cientes da vedação ao *insider trading* no mercado de capitais, tendem a ocultar possíveis rastros e provas do cometimento do ilícito<sup>19</sup>.

29. Por isso, o Colegiado da CVM historicamente entende que, no caso de *insider trading primário*, há presunção relativa de que o agente teve **acesso** à informação em razão de seu cargo ou função junto ao emissor de valores mobiliários<sup>20</sup>.

30. Na hipótese de *insider trading secundário*, por outro lado, não há que se falar em presunção relativa sobre o **acesso** à informação privilegiada<sup>21</sup>. Afinal, diferentemente daquele caso, neste o acusado é externo à rotina da companhia e, ao menos em tese, não poderia ter acesso direto à informação privilegiada. Assim, cabe à acusação demonstrar, com

---

*obtenção da vantagem visada, é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02” (grifos meus).*

<sup>18</sup> Nesse sentido, o recente julgado do PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Presidente Relator João Pedro Nascimento, j. em 03/04/2024.

<sup>19</sup> Como explica o Diretor Henrique Machado: “Como tal ilicitude não se constata ordinariamente de forma direta, a comprovação de casos de *insider trading* é baseada, em regra, em indícios, pois é relativamente complexo comprovar a maneira pela qual o acusado teve acesso à informação privilegiada e, mais do que isso, se ele fez uso da informação em seu processo cognitivo de negociar com valores mobiliários, conforme decisões reiteradas do Colegiado.” (PAS CVM nº 19957.001692/2017-99, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/12/2018).

<sup>20</sup> Nesse sentido, explicou o Diretor Pablo Renteria: “Assim, em relação à própria companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem.” (PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015).

<sup>21</sup> Nesse sentido, o voto do diretor Henrique Machado: “No presente caso, como o Defendente não possuía vínculos com a Companhia emissora dos valores mobiliários à época dos fatos, a Acusação procurou demonstrar a verossimilhança do acesso à informação sigilosa, **na medida em que não se presume o conhecimento dele da informação ainda não divulgada ao mercado, como ocorre no caso dos chamados insiders primários.**” (grifei) (PAS CVM nº RJ2016/2384. Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26/11/2019).





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

base em indícios robustos e convergentes, em que medida o agente teve conhecimento da informação privilegiada.

31. Além disso, também opera presunção relativa de que o agente que opera em posse de informação privilegiada **utilizou** tal informação nas negociações<sup>22-23</sup>. Esta presunção pode ser aplicável nos casos de *insider trading* primário ou secundário, desde que a acusação demonstre indícios robustos e convergentes do acesso à informação pelo agente.

32. O Colegiado da CVM já se posicionou em algumas oportunidades que as presunções relativas sobre o uso indevido de informação privilegiada ou sobre o dolo específico podem ser desconstruídas pelo acusado se este demonstrar, a partir de um conjunto robusto de contraindícios convergentes, que os negócios foram realizados com base em fundamentos econômicos sólidos e com propósitos legítimos<sup>24-25</sup>.

---

<sup>22</sup> PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/11/2017: “15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do *insider trading*, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, **a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida**” (grifei).

<sup>23</sup> Como já explicado pelo Presidente Marcelo Trindade, em artigo acadêmico sobre o assunto: “(...) a norma regulamentar não restringiu a lei regulamentada – o que a tornaria ilegal -, mas, na verdade, estabeleceu uma presunção: a de que qualquer negociação realizada por quem tenha acesso consciente, por meio da companhia, a informação relevante não divulgada é realizada com a finalidade de auferir a vantagem indevida vedada pela lei. Trata-se, contudo, como parece óbvio, de presunção relativa (*iuris tantum*), que admite prova em contrário – até mesmo porque, insista-se, se assim não fosse a norma regulamentar teria extrapolado o mandato legal, ao tornar mais restrita a hipótese de incidência de norma regulamentada, e seria, por isso, ela própria ilegal. (...) Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação” (TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade. In. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. Malheiros: São Paulo, 2011, pp. 458 e 459 – grifei).

<sup>24</sup> Veja-se, a este propósito, manifestação que apresentei no âmbito do PAS CVM nº 19957.007285/2022-52: “A presunção de uso de informação privilegiada com intuito de obter vantagem indevida pode ser desafiada e afastada pela apresentação de contraindícios sólidos, robustos e convergentes, no sentido de que a negociação se vinculava a fins legítimos. (...) Como já tive oportunidade de opinar, o ilícito de *insider trading* poderá ser descaracterizado caso venha a ser demonstrado que a operação questionada é explicada por uma racionalidade econômica legítima. Por óbvio, explicações genéricas sobre a motivação das operações não são suficientes para afastar a presunção de uso da informação privilegiada, que somente será elidida pela apresentação de fundamentos econômicos sólidos, detalhados, precisos e convincentes.” (PAS CVM Nº 19957.007285/2022-52, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 21/05/2024).

<sup>25</sup> “Admite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do ‘insider’ administrador ou controlador, seja do ‘insider de mercado’ – cabe ao ‘insider’ provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu



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

33. Entretanto, não é qualquer tipo de explicação econômica genérica que é capaz de afastar a mencionada presunção relativa, sob risco de esvaziamento de tal instituto jurídico. É preciso que o acusado reúna explicações sólidas, detalhadas, precisas e convergentes, a fim de afastar o regime de presunções aplicável aos casos de *insider trading*.<sup>26</sup>

### IV. MÉRITO

#### IV.I. *Da Violação de Silvio Tini ao seu Dever de sigilo na qualidade de membro do Conselho de Administração*

34. Afirma a Acusação que Silvio Tini, então membro do Conselho de Administração da Alpargatas, teria fornecido ao operador Caio Galli, em conversa telefônica mantida em 29/03/2017, informações sigilosas e privilegiadas. Os principais trechos da referida conversa telefônica são transcritos a seguir:

*Primeiro telefonema – Início: 10h42min; Fim: 10h49min*

“Silvio: É... essas coisa aí, Caio, É...é... essas coisa aí...Caio...o... **a ALPA ON tá muito distorcida...você não quer comprar um pouquinho pra você, hein, Caio?**

Caio: Posso.

Silvio: Isto...pra você.

Caio: Tá...E a PN [*ações preferenciais da Alpargatas*], Silvio, acabou a venda, hein? Voltou...

Silvio: **‘Cê’ entendeu, Caio?**

Caio: Entendi, entendi...Voltou um caminhão de compra da PN aqui, hein? Você me dá só um minutinho, Silvio, pra...?

Silvio: Tá.

---

*da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.*” (PAS CVM nº 17/02. Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 25/10/2005). No mesmo sentido, por exemplo (i) PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14/09/2005, (ii) PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015; (iii) PAS CVM nº RJ2010/4206, Dir. Rel. Alessandro Broedel, j. em 23/08/2011; (iv) PAS CVM nº RJ2013/11654, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 23/09/2014; e (v) PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023.

<sup>26</sup> Assim me posicionei em oportunidade passada: “*De um lado, os julgadores devem ser cuidadosos para não reconhecerem a existência de provas meramente indiciárias; mas, de outro lado, as explicações genéricas sobre a motivação das operações não são suficientes para afastar a presunção de uso da informação privilegiada. Os fundamentos econômicos apresentados devem ser sólidos, detalhados, precisos e convincentes, a fim de que se possa cogitar a não ocorrência do ilícito*” (Voto do Presidente João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023). Veja-se a respeito, como exemplo, tanto: (i) o PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. 15/06/2021; quanto: (ii) o PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, j. em 21/03/2023.



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

Caio: Um caminhão de venda, hein? Um caminhão de compra na PN.

Silvio: É...eu, eu acho que vai melhorar. **Essa ON [ALPA ON] está mais barata, viu, Caio?**

Caio: É...Agora fechou a 10,40, as vendas estão ali a 10,34. Se eu tomar um “cenzinho” lá, o papel vai parecer com queda.

Silvio: **Ô Caio? “Cê” entendeu o que eu falei?**

Caio: Lá, né?

Silvio: **É...manda o...manda o...o...manda lá o Júlio César comprar pra você.**

Caio: Tá bom.

Silvio: Tá bom? **No limite do seu fôlego.**

Caio: Pode deixar.

Silvio: Tá?

Caio: Pode deixar.

Silvio: **Nós não vamos falar mais.**

Caio: Tá bom.

Silvio: Tá bom?

Caio: E a...Silvio, mais um ponto que a gente “tava” olhando, a não...Banco PAN me “mostraram” venda ontem, viu? A 2,15.

Silvio: É né?

Caio: Me mostraram venda e eu vou cutucar o Cezar lá. Porque eu acho que é...é algum vendedor dele, lá, viu?

Silvio: Ah é? **Bate um papo com ele e faz isso que eu falei, na, na...**

Caio: Pode deixar.

Silvio: **Na 3, tá?**

Caio: Tá bom. Eu jogo de volta aí, Silvio.

Silvio: Qualquer coisa a gente se fala aí, então.

Caio: Tá bom. Eu já te volto.

*Segundo telefonema – Início: 11h01min; Fim: 11h04min*

“Caio: Silvio?

Silvio: **Muito cuidado com isso que eu falei, viu, Caio?**

Caio: Tá joia. Pode ficar tranquilo.

Silvio: **Tá. E é só pra você...**

Caio: Pode ficar tranquilo.

Silvio: **...e mais ninguém...ir com muita sede ao pote, tá? Senão...**

[...]

Caio: A outra lá é leilão...vai demorar um tempinho, viu?

Silvio: É né? Não sossega, né?

**Caio: Não negociam há um tempo...**

Silvio: Isto.

**Caio: Então, tem que ir devagar, lá.**



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

Silvio: **É. Muito devagar, não deixa puxar o preço...**

Caio: Isso, isso...

Silvio: **Tá...Pra não...pra não me complicar, hein cara?**

Caio: Não, não... Tudo tranquilo...

Silvio: Tá, e saiu?

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?**

Caio: Não tá nem no radar.

Silvio: **Tá...Nós não vamos falar mais, tá?"** (destaquei).

[...]

35. No entendimento da SPS, a ligação acima demonstra que Silvio Tini teria descumprido o seu dever de guardar sigilo de informações relevantes da Alpargatas. A defesa, por outro lado, argumenta que Silvio Tini, resumidamente que: (i) não detinha uma informação privilegiada, tendo em vista que “*até a divulgação do Fato Relevante, o controlador podia simplesmente alterar a proposta da relação de troca ou simplesmente decidir não promover a migração para o Novo Mercado*”<sup>27</sup>; e (ii) não houve repasse, em razão da suposta “vagueza” das manifestações de Silvio Tini, que não citam a mudança de segmento da Companhia ao Novo Mercado.

36. Com base nas ponderações que faço a seguir, entendo que Silvio Tini cometeu infração ao art. 155, §1º, da LSA, c/c art. 8º da ICVM nº 358/02. Para isso, organizo as próximas subseções da seguinte forma: (a) da existência de informação privilegiada e seu conhecimento por Silvio Tini; (b) do repasse a Caio Galli; e, por fim, (c) da violação de Silvio Tini ao seu dever de sigilo.

### (a) *Da existência e posse de informação privilegiada por Silvio Tini*

37. A meu ver, as tratativas concernentes à migração da Companhia para o Novo Mercado, bem como seus efeitos sobre a cotação das ações da Alpargatas, se tratavam de **informações relevantes**. A alteração do segmento de listagem se trata de estratégia capaz de causar importantes impactos sobre a Companhia, especialmente com relação à governança interna e às ações de emissão da Alpargatas admitidas a negociação no mercado

---

<sup>27</sup> Doc. 1753016, p. 19.



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

de capitais<sup>28</sup>. A mencionada informação e suas consequências sobre a cotação dos valores mobiliários de emissão da Companhia também eram **sigilosas**, uma vez que ainda não havia sido divulgada e era desconhecida pelos investidores em geral.

38. Entendo que a acusação foi capaz de demonstrar que Silvio Tini teve acesso à informação sobre as tratativas para a migração da Companhia para o segmento de Novo Mercado, pelos seguintes motivos:

- (i) Em primeiro lugar, foi sua iniciativa solicitar ao Presidente do Conselho de Administração a análise da viabilidade de migração da Alpargatas no segmento de listagem da B3, bem como a realização de estudo para determinar a relação de troca na conversão de ações preferenciais em ações ordinárias (“Estudo”), por meio de carta enviada pela Bonsucex em 16/03/2017<sup>29</sup>. Além de membro do Conselho de Administração, Silvio Tini era também acionista minoritário relevante, detentor de cerca de 10,4% (dez vírgula quatro por cento) do capital votante da Alpargatas<sup>30</sup> (via participação direta ou através da Bonsucex, sociedade da qual também era Presidente).
- (ii) Além disso, os trabalhos de análise e avaliação da Companhia foram desenvolvidos pelo Bradesco BBI entre o final de fevereiro e o dia 21/03/2017, quando a versão final do Estudo foi encaminhada para os executivos da Companhia<sup>31</sup>, incluindo Silvio Tini. No dia seguinte, 22/03/2017, A.F., *Managing Director* do Bradesco BBI e responsável pela equipe que elaborou o estudo, encaminhou a Silvio Tini e-mail solicitando encontro pessoal para discussão de “*alguns detalhes e aspectos importantes da operação*” de migração da Companhia.
- (iii) Por fim, em 25/03/2017, o assessor financeiro responsável encaminhou mensagem eletrônica aos membros do Conselho de Administração da

---

<sup>28</sup> Neste ponto, cabe ressaltar que a listagem em Novo Mercado pressupõe apenas a emissão de ações ordinárias (ALPA3) e a ação com maior liquidez de Alpargatas era a preferencial (ALPA4), uma vez que cerca de 3,8% (três vírgula oito por cento) das ações ordinárias integravam o *free float* (cf. informado no Formulário de Referência da Companhia apresentado em 09.02.2017, disponível para consulta pública no site da CVM). Portanto, a listagem no Novo Mercado poderia causar importantes reflexos societários à Companhia.

<sup>29</sup> Doc. 0287358 – Anexo 3.

<sup>30</sup> Conforme informado no Formulário de Referência da Companhia vigente à época (v.15 de 15/03/2017), disponível para consulta pública no site da CVM.

<sup>31</sup> Doc. 1283557.



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

Companhia, incluindo Silvio Tini, em que foi anexada a versão final do Estudo e informado que a relação de troca de 1,3 PN para cada 1,0 ON seria “*tecnicamente sustentável*” e “*adequada*”.

39. Não se nega que a concretização da proposta de migração se deu com a decisão do Conselho de Administração, tomada apenas na reunião de 20/04/2017, quando da divulgação do Fato Relevante. Entretanto, pode configurar informação privilegiada a própria expectativa de determinado acontecimento, desde que sólida e baseada em elementos relevantes concretos, ou o conhecimento de tratativas e negociações a respeito da Companhia, mesmo que não se tenha certeza sobre a sua concretização<sup>32</sup>, desde que seja relevante (*i.e., capaz de influenciar a tomada de decisão do investidor*) e sigiloso (*i.e., não vazado ou divulgado ao público*).

40. Por consequência do seu conhecimento sobre a possível listagem da Companhia em segmento de Novo Mercado, Silvio Tini poderia, em posição de desigualdade em relação aos demais agentes de mercado, prever os possíveis reflexos da nova estratégia, como, por exemplo, a expectativa de alteração sobre a cotação de ações da Alparcatas<sup>33</sup>.

41. Nesse raciocínio, entendo que a comunicação de Silvio Tini sobre a sua expectativa de valorização de ALPA3<sup>34</sup>, com base em estratégia confidencial da Companhia, é, por si só, **relevante e sigilosa**, como passo a expor a seguir.

---

<sup>32</sup> Assim me pronunciei na oportunidade do PAS CVM nº 19957.005390/2017-90: “48. *Note-se que, a fim de que exista informação privilegiada, não é necessário que o insider tenha controle total em relação à informação e nem que tenha absoluta certeza em relação à concretização do evento. O conhecimento sobre a existência de tratativas relacionadas a determinado evento, desde que se possa prever no momento da negociação o possível resultado daquelas tratativas, é suficiente para caracterizar uma informação como privilegiada. Há relevantes precedentes do Colegiado da CVM nesse sentido.* 49. *Afinal, ao realizar negócios de posse de informação sobre a existência e o andamento de tratativas que podem resultar em determinado evento relevante, o insider também está operando em posição de desigualdade informacional em relação ao restante do mercado, que não detém conhecimento sobre a possibilidade de que tal evento venha a ocorrer.*” (grifei) (Voto do Presidente João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023). Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 27/11/2018; (ii) PAS CVM nº RJ 2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 11/12/2017; (iii) PAS CVM nº 02/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 09/07/2013; e (iv) PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17/04/2007.

<sup>33</sup> Cabe registrar que, neste caso concreto, a informação estratégica da Alparcatas estava em estágio avançado à época da ligação telefônica transcrita acima, de modo que Silvio Tini poderia utilizá-la para realizar suas previsões a respeito da possível alta de ALPA3 no curto prazo.

<sup>34</sup> Silvio Tini poderia prever especialmente que as ações ordinárias seriam impactadas em razão da natureza do Fato Relevante. Isso porque a possível conversão das ações preferenciais conferiria prêmio às ações ordinárias na operação – segundo divulgado, haveria relação de troca de 1,3 ações preferenciais para 1 ação ordinária decorrentes da operação (Doc. nº 1212550).



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

42. Em primeiro lugar, deve-se pontuar que Silvio Tini exercia função de conselheiro de administração da Alpargatas e possui a *expertise* suficiente para prever os potenciais resultados de determinada estratégia da Companhia sobre a cotação de suas ações. Assim, Caio Galli poderia esperar que eventual recomendação de investimento emitida por Silvio Tini sobre ativos de emissão da Companhia estaria baseada em possível informação privilegiada, a depender do teor da conversa.

43. Como veremos no próximo subcapítulo, o teor da conversa entre Silvio Tini e Caio Galli explicita a recomendação para a realização de investimento em ALPA3, tendo como base algum aspecto confidencial e relevante da Companhia, a ponto de o próprio Silvio Tini condenar o repasse da informação que ele estava fazendo.

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?”** Prossequindo: (...) **Essa ON [ALPA ON] está mais barata, viu, Caio?”** (...) Veja-se o próprio Silvio Tini reconhecendo que o conteúdo da conversa era reprovável a ponto de eles não poderem voltar a falar sobre o tema: **“Nós não vamos falar mais.”** (...) Veja-se, também, o 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.

46. O próprio conteúdo da ligação telefônica é **relevante**, uma vez que, se de conhecimento público, poderia influenciar a tomada de decisão do investidor. Além disso, a expectativa de Silvio Tini sobre a valorização do ativo era informação **sigilosa**. Isso porque a existência de tratativas sobre a migração da Companhia para o segmento de Novo Mercado era desconhecida pelos investidores no geral, de modo que o público não teria os mesmos instrumentos para prever a possível alta do ativo ALPA3. Além disso, tal expectativa foi comunicada apenas a Caio Galli, em ligação privada, com diferentes sinalizações a respeito da confidencialidade da recomendação do investimento.

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



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

segmento de Novo Mercado; e, também, (ii) da consequente expectativa de valorização das ações de Alpargatas, no contexto de que este agente tinha conhecimento de tratativas estratégicas e sigilosas da Companhia. Como será analisado na próxima subseção, entendo que a informação relevante efetivamente repassada por Silvio Tini a Caio Galli foi a expectativa de valorização de ALPA3.

48. Dito isso, passo a verificar se houve repasse de informação privilegiada a Caio Galli.

### **(b) Do repasse de informações relevantes e sigilosas a Caio Galli**

49. Para concluir pela caracterização da quebra do dever de sigilo, resta aferir se o acusado teria transmitido a Caio Galli informações relevantes da Alpargatas antes de sua divulgação ao mercado. Assim, é necessário avaliar se o conteúdo do telefonema é prova hábil para atribuir responsabilidade a Silvio Tini pelo suposto vazamento.

50. A defesa de Silvio Tini sustenta que não teria havido a transmissão de qualquer informação relevante da Alpargatas, tendo em vista que a conversa mencionaria apenas a distorção de preço das ações ordinárias, sem, contudo, haver referências mais específicas sobre a intenção de migração da Companhia para o Novo Mercado.

51. Como dito acima, 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<sup>35</sup>. Embora concorde que não houve referência expressa por Silvio Tini ao projeto de mudança de segmento de mercado da Companhia, entendo que, à luz das características deste caso concreto, o conteúdo e a forma pela qual a comunicação foi realizada são suficientes para que reste caracterizada a violação ao dispositivo em comento.

---

<sup>35</sup> Em outras oportunidades, o Colegiado da CVM já se debruçou a respeito da relevância de determinada recomendação de investimento baseada em informação estratégica da companhia, embora não informada no detalhe. Na oportunidade do PAS CVM nº RJ2013/2714, por exemplo, a Diretora Luciana Dias entendeu que o repasse de informação privilegiada estaria demonstrado em razão do teor das falas do acusado sobre a perspectiva de valorização na cotação de valores mobiliários, destacando trechos como “*Oh, eu não te falei nada hein, cara?*” e “*Não te falei nada, não... fica quieto*”<sup>35</sup>. Neste caso, assim como no presente PAS, a própria expectativa de valorização do ativo em razão de informação privilegiada detida pelo investidor foi considerada relevante, apesar de não existir vazamento sobre detalhes da estratégia confidencial. Nessa oportunidade, o Colegiado, por unanimidade, entendeu pela condenação do acusado por *insider trading* (PAS CVM nº RJ2013/2714, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 07/10/2014).





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

52. O próprio teor reprovável das falas de Silvio Tini demonstra o repasse de informação privilegiada sobre a expectativa de valorização das ações, uma vez que o agente deixa clara ao seu interlocutor a recomendação de investimento com base em estratégia relevante e sigilosa da Companhia, cuja transmissão ele mesmo reconhece que não poderia fazer. Vejam-se por exemplo os seguintes trechos de Silvio Tini: “*Ô Caio? ‘Cê’ entendeu o que eu falei?*”, “*No limite do seu fôlego*”, “*Nós não vamos falar mais*”, “**Muito cuidado com isso que eu falei, viu, Caio?**”, “*Muito devagar, não deixa puxar o preço...*”, “**Pra não...pra não me complicar, hein cara?**”.

53. A insistência e a veemência com que a recomendação foi passada, somadas às repetidas insinuações sobre a confidencialidade da informação, demonstram que Silvio Tini tinha conhecimento de elementos confidenciais da Companhia que lhe geravam a expectativa de valorização das ações.

54. Do teor da conversa, infere-se que o próprio Silvio Tini repreendia as suas próprias falas, a ponto de reconhecer que poderia “[*se*] ***complicar***” por conta delas. Silvio Tini é profissional experiente no mercado de capitais e sabia os riscos da comunicação que fazia.

55. O próprio Caio Galli, ciente da posição estratégica que Silvio Tini ocupava na Companhia, reconheceu em sua defesa que tentou, por diversas vezes, “***mudar o rumo da conversa***”<sup>36</sup>, o que confirma uma preocupação a respeito do teor das falas emitidas pelo administrador da Alpargatas.

56. Em regra, não é papel do administrador recomendar a negociação de ações das companhias em que atua, especialmente quando tem ciência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, pois se tiver o objetivo de auferir ganhos – para si ou para terceiros – trata-se da expressão vedação do §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76. A circunstância de a recomendação ter sido feita para destinatários específicos e acompanhada de múltiplos alertas de cuidado e insinuações acerca da relevância e confidencialidade da informação mostra que Silvio Tini tinha plena consciência da ilicitude de sua conduta.

57. Feitas essas considerações a respeito do efetivo repasse de informação privilegiada, passo a tecer considerações sobre alguns dos principais argumentos da tese de defesa, além daqueles que já foram apresentados acima.

---

<sup>36</sup> Doc. 1753007, p. 11.



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

### (b.i) *Da distinção entre o caso concreto e os casos de mera gabação do administrador*

58. Em primeiro lugar, a tese de defesa compara o caso concreto às hipóteses em que o administrador, orgulhoso de seu trabalho à frente da companhia, segue a linha da gabação<sup>37</sup>. Esta prática é conhecida no direito americano como “*puffery*”, que são os casos em que há demonstração pela administração de confiança abstrata no potencial de valorização de produto ou ativo de emissão da companhia<sup>38</sup>.

59. A jurisprudência da *District Court of Delaware*, nos Estados Unidos, explica que:

*“Puffery is an exaggeration or overstatement expressed in broad, vague, and commendatory language.” (...). Puffery statements ‘are so vague and such obvious hyperbole that no reasonable investor would rely upon them.’<sup>39-40</sup>*

60. Os ensinamentos da *U.S. Securities and Exchange Commission - SEC*<sup>41</sup> são semelhantes:

<sup>37</sup> No direito civil clássico, fala-se em “*mera gabação*” ou “*dolus bonus*” quando determinado agente profere manifestações exageradas que não possuem o condão de anular determinado negócio jurídico, em razão de não gerar qualquer expectativa do acontecimento de determinado fato à contraparte. Nesse sentido, explica Flávio Tartuce em trabalho acadêmico: “*Dolus bonus (dolo bom) – pode ser concebido em dois sentidos. Inicialmente, é o dolo tolerável, aceito inclusive nos meios comerciais. São os exageros feitos pelo comerciante ou vendedor em relação às qualidades de um bem que está sendo vendido, mas que não têm a finalidade de prejudicar o comprador. (...)*” (grifei) (TARTUCE, Flávio. Manual de Direito Civil. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. P. 400).

<sup>38</sup> Parecem ser exemplos de mera gabação ou *puffery* as matérias jornalísticas listadas no item 61 das razões de defesa de Caio Galli e Julio César, que não constituem informação relevante de emissor de valores mobiliários e foram divulgadas ao público em geral através de veículo de comunicação: “*Ação está barata por isso decidimos recompra, diz CEO da Boa Safra (SOJA3)*”, “*‘Nossa ação está de graça’, diz CEO da Moura Dubeux*”, “*[A] cotação da Unipar veio para o que ela vale, ela ainda não subiu, ainda tem chão*”, diz Luiz Barsi Filho, conselheiro de administração da Unipar” (Doc. nº 175300).

<sup>39</sup> Veja-se a respeito, o julgamento do caso *In RE Advance Auto Parts, Inc. Securities Litigation, Civ. No. 18-212-RGA, District of Delaware Nov. 6, 2020.*, que teve como autor principal o “*Public Employees’ Retirement System of Mississippi*” contra os réus “*Advance Auto Parts, Inc., Thomas R. Greco e Thomas Okray*” por suposta violação às Sections 10(b) e 20( a) do Securities Exchange Act of 1934. Disponível em [https://www.ded.uscourts.gov/sites/ded/files/opinions/18-212\\_0.pdf](https://www.ded.uscourts.gov/sites/ded/files/opinions/18-212_0.pdf). Acesso em 14/06/2024.

<sup>40</sup> Registre-se que, mesmo nos Estados Unidos, há quem sustente que a revisão judicial dos casos de *puffery* deveria ser mais rigorosa. Neste sentido, veja-se: (i) HUANG, Peter H., *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of Information and Reasonableness of Investors*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=478421> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.478421>

<sup>41</sup> *SEC v. David F. Bandimere and John O. Young*. Administrative Proceedings Rulings Release No. 6521 / March 27, 2019. Administrative Proceeding File No. 3-15124. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/alj/aljorders/2019/ap-6521.pdf>>. Acesso em 14/06/2024.



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

*“Puffery, which is a statement that is so general no reasonable investor would rely on it, is not actionable because it cannot mislead. But if a statement is capable of 'objective verification,' it is not puffery and can constitute a material misrepresentation. (...).”*

61. Nos casos de *puffery* ou mera gabação, não há repasse de informação privilegiada, bem como não há insinuações a respeito da existência de informação relevante da companhia que justifique a perspectiva de valorização dos valores mobiliários. Stefan Padfield ensina que:

*“In securities litigation, the puffery doctrine stands for the proposition that vague statements of corporate optimism are not actionable because no reasonable investor would rely on them in deciding whether to purchase or sell securities. In other words, puffery is immaterial as a matter of law”.*<sup>42</sup>

62. Entende-se que, em razão da vagueza e pouco conteúdo concreto da manifestação, a comunicação do administrador não é capaz de influenciar, necessariamente, a tomada de decisão dos investidores. Por isso, não há eventual *insider trading* com base em declarações de *puffering*.

63. No caso concreto, a despeito do esforço da defesa em desqualificar o repasse da informação privilegiada, não estamos diante de *puffering*. Este é um caso evidente de recomendação de investimento, cuja transmissão foi acompanhada de insinuações a respeito da existência de informação privilegiada, razão pela qual se diferencia das hipóteses de *puffery* e é peculiar em relação a outros precedentes apreciados pelo Colegiado da CVM<sup>43</sup>.

### ***(b.ii) Da não apresentação de fundamentos econômicos sólidos***

---

<sup>42</sup> PADFIELD, Stefan J., Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them. University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law, Forthcoming, U of Akron Legal Studies Research Paper No. 07-08, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2500000>

<sup>43</sup> Dentre esses, destaco, como exemplo, o PAS CVM nº RJ2014/10082, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 30 de agosto de 2016, em que o acusado não esteve envolvido em gravações telefônicas que demonstrassem o repasse e, na ausência de outras provas mais concretas e convergentes, o caso foi decidido conforme o princípio do *in dubio pro reo*. Outro precedente interessante é o PAS CVM nº RJ2012/11002, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 08.12.2006. Nesse caso, diferentemente do presente PAS, verificou-se que a defesa foi capaz de afastar os indícios trazidos pela acusação com base em elementos fáticos. *I.e.*, não apenas foram trazidos contraindícios, como foi comprovado, entre outros fatos específicos do caso concreto, que as supostas informações sigilosas seriam imprecisas e incapazes de influenciar a tomada de decisão, tratando-se de meras projeções ou expectativas. Esse conjunto probatório em específico, em razão das peculiaridades do caso concreto, levou, naquela ocasião, à absolvição dos Acusados.



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

64. Em segundo lugar, a defesa argumenta que a recomendação de investimento em ALPA3 por Silvio Tini não seria atípica, mas sim estaria amparada por justificativas econômicas legítimas. Isto estaria demonstrado, em tese, (i) pelo *spread* entre as ações preferenciais e ordinárias da Companhia<sup>44</sup>, e (ii) pelo relatório de análise do Itaú BBA<sup>45</sup>, divulgado em 10/03/2017, que recomendava o investimento na Companhia pelo seu potencial de valorização de mais de 30% (trinta por cento) das ações ordinárias e apontava a possibilidade de distribuição de dividendos ao longo dos anos de 2017, 2018 e 2019.

65. Em relação ao primeiro ponto, entendo que a justificativa econômica com base no suposto *spread* entre as ações preferenciais e ordinárias da Companhia não merece prosperar. Em nenhum momento da ligação telefônica Silvio Tini explica ou menciona tal motivação, apenas cita eventual “distorção” do papel, sem qualquer explicação adicional ou método comparativo. Pelo contrário, as falas de Silvio Tini deixam claro a Caio Galli que a recomendação do investimento estaria amparada em informação privilegiada da Alpargatas. A tese de suposto *spread* entre ALPA3 e ALPA4 apenas consta nas manifestações dos acusados neste PAS. Veja-se que se a motivação da recomendação do investimento fosse baseada no *spread* ou outro em fundamento econômico legítimo, o próprio Silvio Tini não precisaria condenar a própria fala dele e dizer: **“Muito cuidado com isso que eu falei, viu, Caio?”** (...) **“Pra não... pra não me complicar, hein cara?”**.

66. Em relação ao segundo ponto, entendo que o argumento de defesa não merece prosperar. O referido relatório de análise citava apenas as ações preferenciais da Companhia e projetava um preço alvo para ALPA4, sem tratar das ações ordinárias. Adicionalmente, não consta nos autos qualquer avaliação objetiva, estudo ou análise de Silvio Tini a respeito do mencionado relatório. Assim, quando isoladamente considerado, a mera existência do relatório técnico do Itaú BBA não é suficiente para justificar o fundamento econômico da recomendação de Silvio Tini sobre o investimento em ALPA3.

67. Por fim, me parece que a recomendação de Silvio Tini a favor da compra de ações ordinárias de Alpargatas à época não é de todo típica ou financeiramente lógica em um primeiro momento, especialmente em razão da pouca liquidez desses papéis, já que apenas

---

<sup>44</sup> Segundo a defesa: “Como é observado por Silvio Tini na conversa com Caio Galli em 29.03.2017, naquele momento “a ALPA ON [estava] muito distorcida”, considerando a proporção histórica (*spread*) com a ALPA4” (Doc. nº 1753007).

<sup>45</sup> Doc. 0518651, p. 40.



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

cerca de 3,8% (três vírgula oito por cento) das ações ordinárias integravam o *free float*<sup>46</sup>. Em razão da inexistência de fundamentos econômicos convincentes sobre a suposta regularidade das operações, trata-se de mais um indício de que a recomendação do investimento teria como fundamento estratégia sigilosa da Companhia.

68. Dessa forma, entendo que os supostos fundamentos econômicos da operação apresentados pela defesa não são suficientemente sólidos para afastar o repasse de informação privilegiada em face às provas apresentadas pela acusação.

### **(c) Violação de Silvio Tini ao seu dever de guardar sigilo**

69. Como explorado na seção teórica, o dever de guardar sigilo do administrador busca tutelar dois bens jurídicos distintos: (i) o primeiro é o legítimo interesse da Companhia; e (ii) o segundo é o princípio do *full and fair disclosure* de informações, com o objetivo de vedar ou evitar situações de *insider trading* no mercado de capitais.

70. No caso em questão, entendo que a conduta de Silvio Tini violou a isonomia de informações entre os investidores, permitindo ou elevando o risco de eventual uso indevido da informação privilegiada. O administrador, em posse de informação relevante e confidencial da Companhia sobre a expectativa de valorização das ações, violou seu dever de sigilo.

71. Diante do exposto, pelo conjunto de fatos reunidos no caso concreto, entendo que assiste razão à acusação sobre a violação ao dever de sigilo de Silvio Tini (previsto no art. 155, §1º, da LSA, c/c art. 8º da ICVM nº 358/02), por ter comunicado a Caio Galli sobre a expectativa de valorização de ALPA3 com base em informações sigilosas e relevantes da Companhia.

### **IV.II. Da Caracterização do Ilícito de Insider Trading**

72. Passo a analisar a acusação formulada contra Caio Galli e Júlio César pelo uso de informação privilegiada nas operações com ações ordinárias de emissão da Alparagatas, em violação ao art. 155, §4º, da LSA, c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/02.

---

<sup>46</sup> Segundo informado no Formulário de Referência da Companhia apresentado em 09.02.2017, disponível para consulta pública no site da CVM.



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

73. Como contextualizado na seção teórica deste voto, a caracterização da infração por *insider trading* na esfera administrativa deve preencher quatro elementos: (i) a existência de uma informação relevante e sigilosa; (ii) o acesso do acusado a tal informação; (iii) a utilização da informação em negociação de valores mobiliários; e (iv) o dolo ou a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

74. No caso concreto, tanto Caio Galli quanto Júlio César seriam, em tese, *insiders* secundários, uma vez que não eram colaboradores e não possuíam qualquer cargo ou função na Alpargatas. O suposto acesso à informação privilegiada não teria ocorrido por via direta, mas sim indiretamente, a partir do vazamento da informação por Silvio Tini, membro do conselho de administração da Companhia.

75. No caso do chamado *insider trading* secundário<sup>47</sup>, descrito na parte inicial do art. 13, §1º da então ICVM nº 358/02, não se aplica a presunção de que o acusado **tinha conhecimento** de informação privilegiada. Nesses casos, a acusação deve demonstrar o cometimento do ilícito com base em indícios múltiplos, robustos e convergentes<sup>48</sup>.

76. Por outro lado, assim como ocorre no caso do *insider trading* primário, também no *insider* secundário, uma vez demonstrado o acesso à informação privilegiada, incide a presunção de utilização ou uso de informação privilegiada, bem como se presume o intuito de obter vantagem indevida ou o dolo.

77. Sublinhe-se que, consoante a jurisprudência pacífica da CVM<sup>49</sup>, o regime de presunções aplicável aos casos de *insider trading* tem caráter relativo, admitindo-se, assim, prova em contrário, ainda que indiciária.

78. No exercício do livre convencimento motivado dos julgadores, serão sopesados indícios e contraindícios, a fim de aferir se estão configurados os elementos do ilícito, podendo inclusive ser afastado elemento que tenha sido presumido pela Acusação.

---

<sup>47</sup> Quando se apura o eventual uso de informação privilegiada por pessoa que não ocupa função, ou cargo, na companhia, nem tem uma relação de fidúcia com essa que lhe confira acesso direto à informação privilegiada.

<sup>48</sup> V. por ex.: PAS CVM nº RJ2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18.12.2015; PAS CVM nº RJ2012/11002, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 08.12.2016; e PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26.09.2017.

<sup>49</sup> Ver, dentre outros: PAS CVM nº 19957.005966/2016-38, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16.06.2020; o PAS CVM nº RJ2016/5039, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26.09.2017; e manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2015/13651, j. em 20.02.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

79. Feitas essas considerações, passo a analisar os fatos do caso concreto à luz dos pressupostos do ilícito de *insider trading*. Adianto meu entendimento pela **condenação** dos Acusados, pelas razões e fundamentos a seguir.

### (a) *Da Existência de Informação Privilegiada*

80. Como explorado em trecho anterior deste voto, Silvio Tini tinha conhecimento a respeito da possível listagem da Alpargas no segmento de Novo Mercado e de seus efeitos sobre a cotação das ações da Companhia.

81. Entendo que a troca informacional a respeito da expectativa de Silvio Tini sobre a valorização de ALPA3, no contexto de seu conhecimento sobre a possível listagem da Companhia em segmento de Novo Mercado, é, por si só, **relevante**. A troca informacional entre Silvio Tini e Caio Galli também é **sigilosa**, uma vez que as tratativas em andamento na Alpargas eram confidenciais e a expectativa de valorização de ALPA3 foi comunicada apenas a Caio em ligação particular, de maneira igualmente confidencial.

82. Neste ponto, deve-se observar que, para além da recomendação de investimento ter sido realizada por conselheiro de administração da Companhia, o próprio teor das falas revela que a manifestação de Silvio Tini envolvia motivações obscuras, relevantes e sigilosas sobre a Alpargas.<sup>50</sup> Não se tratava de mera gabação ou *puffering*, tampouco de recomendação de investimento com base em razões econômicas legítimas, mas sim um repasse de informação relevante sobre a expectativa de valorização das ações.

83. Dito isso, passo à análise sobre o acesso dos acusados Caio Galli e Julio César à informação privilegiada, sua utilização em negociações no mercado de capitais e o eventual dolo dos agentes. Em respeito à individualização das condutas, os próximos subcapítulos destinam-se ao exame dos elementos de autoria e materialidade com relação a Caio Galli e Julio César.

### (b) *Caio Galli*

#### (b.i) *Do Acesso à Informação Privilegiada por Caio Galli*

---

<sup>50</sup> Neste caso, potencialmente a informação estratégica sobre a migração da Companhia para o segmento de Novo Mercado.



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

84. A questão do repasse de informações privilegiadas entre Silvio Tini e Caio Galli foi abordada em momento anterior deste voto, o que me permite ser mais objetivo.

85. *Por um lado*, entendo que Silvio Tini não comunicou de forma expressa e detalhada a possibilidade de listagem da Companhia em segmento de Novo Mercado. *Por outro lado*, o teor das falas de Silvio Tini deixa evidente a Caio Galli, ciente de sua função no Conselho de Administração da Companhia, que a recomendação do investimento tinha por fundamento informação sigilosa e relevante sobre a expectativa de valorização das ações, perspectiva esta que não poderia ser calculada pelos demais participantes do mercado.

86. A defesa argumenta que Caio Galli não poderia entender as falas de Silvio Tini como um repasse de informação privilegiada, simplesmente por não ter sido informado sobre os detalhes da possível listagem da Companhia no segmento de Novo Mercado. Penso que, se este é o contexto de incompreensão, Caio Galli não teria negociado ações ordinárias da Companhia em período logo após a comunicação, em contraste com seu comportamento histórico no mercado de capitais.

87. Neste caso concreto, em razão da peculiaridade das falas entre Silvio Tini e Caio Galli, a referida tese de defesa não merece prosperar.

88. Na condição de conselheiro de administração, Silvio Tini teria o dever de se informar a respeito das decisões estratégicas da administração e com potencial impacto sobre os negócios sociais<sup>51</sup>. Por isso, Caio Galli poderia esperar que eventual recomendação de investimento por Silvio Tini sobre ativos da Alpargatas, a depender do que lhe fosse dito, poderia estar fundamentada em informação privilegiada da Companhia, especialmente no contexto de falas reprováveis como as acima transcritas, que evidenciam o conteúdo relevante e sigiloso da informação sobre a expectativa de valorização de ALPA3.

89. Observo que nenhuma fundamentação econômica legítima foi discutida na ligação telefônica entre Caio Galli e Silvio Tini. Apenas insinuações a respeito da existência de informação privilegiada e afirmações obscuras a respeito da oportunidade do investimento.

---

<sup>51</sup> "Integra o procedimento de um administrador diligente adotar decisões de maneira informada, o que significa, por outras palavras, que o administrador deve procurar se informar sobre os negócios da companhia de uma maneira geral e obter os dados necessários para uma diligente tomada de decisão." (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coordenadores). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, 2ª ed., pp. 805).





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

90. O fato que Silvio Tini era conselheiro de administração, em conjunto com o teor dissimulado da ligação telefônica, deixa claro ao seu interlocutor que a recomendação de investimento teria como fundamento informação relevante e desconhecida pelos demais participantes do mercado. Na própria conversa, Caio Galli afirma que havia compreendido a recomendação de investimento em ALPA3 e que tomaria as providências cabíveis para a concretização do negócio, como o fez.

91. Como dito pela própria defesa, “*Caio Galli até tenta mudar o rumo da conversa*”<sup>52</sup>, o que deixa claro que as falas de Silvio Tini poderiam ser entendidas por Caio Galli como um repasse de informação sobre a expectativa de valorização das ações de Alpargatas que não deveria ser compartilhada.

92. Além disso, ciente que Silvio Tini havia lhe repassado informação privilegiada, Caio Galli afirma na ligação que, em referência às ações de Alpargatas, deveria haver cautela ao negociar o ativo, para não distorcer o preço e não deixar rastros sobre a operação de *insider trading*.

93. Dessa forma, entendo terem sido apresentados indícios sólidos de que Caio Galli teve acesso a informações privilegiadas relacionadas à Alpargatas, o que colocava o agente em situação vantajosa e não isonômica em relação aos demais participantes do mercado de capitais<sup>53</sup>.

94. Uma vez demonstrado o acesso de Caio Galli à informação privilegiada, aprofundo no próximo subcapítulo a suposta utilização ou uso indevido pelo acusado, considerando a presunção relativa aplicável e os contraindícios presentes nos autos deste PAS.

### ***(b.ii) Da Utilização ou Uso de Informação Privilegiada por Caio Galli***

95. Como reconhecido pela própria acusação<sup>54</sup>, houve lapso temporal de doze dias entre o telefonema com Silvio Tini (29/03/2017) e a aquisição de ALPA3 por Caio Galli (10/04/2017).

---

<sup>52</sup> Doc. 1753007, p. 11.

<sup>53</sup> Como explorado na seção teórica deste voto, a vedação ao *insider trading* busca preservar a isonomia e a igualdade de informações entre os agentes econômicos.

<sup>54</sup> Doc. nº 1654061, §76.



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

96. Segundo a tese de defesa, o intervalo de tempo indicaria que o operador não tinha urgência na aquisição, o que seria supostamente incompatível com o comportamento de investidor que pretende obter benefícios financeiros a curto prazo. Argumenta-se que, em tese, o *insider* tende a negociar rapidamente após o acesso à informação, de modo a tirar proveito de sua posição mais vantajosa em relação aos demais agentes de mercado, especialmente quando não tem conhecimento sobre a data de divulgação da informação.

97. Além disso, segundo a tese de defesa, Caio Galli costumava operar com ações preferenciais de Alpargatas desde 2014. Assim, afirma-se que a compra de ALPA3 estaria de acordo com o histórico de investimentos do acusado.

98. Caio Galli tampouco se desfez de sua posição de ALPA3 após a divulgação do Fato Relevante de 20/04/2017 e, inclusive, aumentou sua posição com a compra de mais 1.000 (um mil) ações ALPA3 em 03/05/2017, permanecendo com as ações em sua carteira até 14/08/2018<sup>55</sup>, o que, ao menos em tese, também me parece um importante contraíndício para afastar a presunção de uso indevido da informação privilegiada.

99. Reconheço que os fatos narrados acima, quando analisados isoladamente, poderiam ser capazes de colocar em dúvida a suposta utilização de informação privilegiada por Caio Galli. Entretanto, outros fatos presentes nos autos do PAS são indícios, robustos e convergentes, que depõem contra o acusado. Em atenção ao regime de presunção relativa aplicável, uma vez demonstrado o acesso de Caio Galli à informação privilegiada sobre a expectativa de valorização de ALPA3, entendo que os contraíndícios apresentados pela defesa não são capazes de afastar a utilização da informação relevante e sigilosa.

100. Em primeiro lugar, as operações me parecem atípicas pois Caio Galli, desde 2014, apenas negociou ações preferenciais de Alpargatas (ALPA4), que representava, inclusive, o ativo mais líquido da Companhia à época dos fatos<sup>56</sup>. Como identificado na peça acusatória, o acusado jamais havia negociado ações de ALPA3 antes do repasse de informação privilegiada por Silvio Tini.

101. Além disso, não há indícios suficientes para demonstrar que o relatório de análise do Itaú BBA teria motivado as operações emitidas por ordem de Caio Galli. O próprio

---

<sup>55</sup> Doc. 1753007 – Anexo 04.

<sup>56</sup> Uma vez que cerca de 3,8% (três vírgula oito por cento) das ações ordinárias integravam o *free float* (cf. informado no Formulário de Referência da Companhia apresentado em 09.02.2017, disponível para consulta pública no site da CVM).



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

relatório de análise do Itaú BBA apenas mencionava as ações ALPA4, de modo que a mudança de comportamento repentina de Caio Galli, que passou a investir em ações ALPA3 poucos dias após o repasse de informação privilegiada por Silvio Tini, é indício robusto e relevante da utilização de informação privilegiada.

102. Adicionalmente, não consta nos autos qualquer tratativa, estudo, discussão ou avaliação de Caio Galli anterior à ligação telefônica de 29/03/2017 a respeito de eventual investimento em ações ordinárias ALPA3, seja com base no relatório de análise do Itaú BBA ou qualquer outra justificativa econômica, que, caso existisse, poderia demonstrar, a depender do caso concreto, a suposta legitimidade da operação.

103. Destaca-se, a propósito, que nos dias 10, 13 e 17/03/2017, que sucederam a divulgação do relatório de análise do Itaú BBA, Caio Galli adquiriu um total de 3.600 (três mil e seiscentas) ações ALPA4, mas nenhuma ação ordinária. Somente em 10/04/2017, após ter tomado conhecimento da informação privilegiada repassada por Silvio Tini, o operador vendeu parte de suas ações ALPA4 e adquiriu 2.600 (duas mil e seiscentas) ações ALPA3.

104. Diante disso, entendo que os argumentos de defesa não foram suficientes para afastar a atipicidade das negociações realizadas por ordem de Caio Galli. Como dito, foi demonstrado seu acesso à informação privilegiada na ligação telefônica com Silvio Tini, o que faz incidir a presunção relativa de sua utilização por Caio Galli, que não foi afastada pelas razões de defesa.

### ***(b.iii) Da Intenção de Auferir Vantagem Indevida ou Dolo por Caio Galli***

105. Verificados os elementos suficientes sobre a existência, o acesso e a utilização de informação privilegiada, resta analisar o último elemento do ilícito: a intenção de auferir vantagem indevida ou o dolo.

106. Como explorado na seção teórica deste voto, presume-se o dolo do agente caso sejam verificados os demais elementos do ilícito, salvo se afastado com base em contraindícios convincentes.

107. Segundo a tese de defesa, a presunção relativa sobre o suposto dolo de Caio Galli poderia ser afastada pois, em tese, o volume financeiro das operações é reduzido quando comparado ao seu patrimônio ou ao volume de operações feitas com outros ativos nas mesmas datas ou datas próximas.



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

108. Entendo que o argumento de defesa não merece prosperar. O volume do negócio ou o retorno obtido nas operações realizadas em posse de informação privilegiada não são relevantes para a configuração do ilícito, mas poderão ser considerados na dosimetria da pena. Vale registrar que Caio Galli auferiu lucro potencial aproximado de R\$4.779,00 (quatro mil, setecentos e setenta e nove reais), segundo o apurado pela peça acusatória<sup>57</sup>.

109. Além disso, na existência de indícios suficientes para demonstrar que Caio Galli transferiu a informação privilegiada a Julio César, como será explorado abaixo, o acusado também pode ter se utilizado indevidamente da informação privilegiada com a intenção de auferir vantagem a terceiro, e não apenas para si.

110. Em razão de todo o exposto, entendo que todos os elementos do ilícito de *insider trading* estão presentes no caso concreto em relação a Caio Galli.

### (c) **Julio César**

#### (c.i) **Do Acesso à Informação Privilegiada por Julio César**

111. Ao contrário do caso de Caio Galli, não constam nos autos comunicações diretas de Julio César com Silvio Tini ou com o próprio Caio Galli. Reconheço que Caio Galli e Julio César já não mais trabalhavam na mesma instituição ou no mesmo ambiente físico à época das operações imputadas pela acusação. Portanto, eventual comunicação entre Julio César e Caio Galli ou Silvio Tini provavelmente teria ocorrido por meio de comunicações eletrônicas ou digitais<sup>58</sup>, que em grande parte dos casos não podem ser identificadas com precisão pela área técnica, em razão da dificuldade de obtenção da prova.

112. *De um lado*, apesar de não ser essencial para eventual condenação por uso indevido de informação privilegiada, a prova indiciária a respeito de eventual comunicação entre os agentes (*como gravações telefônicas, conversas em aplicativos de mensagens ou comprovantes de encontros presenciais, por exemplo*) é **ideal** para que se demonstre elementos de autoria e materialidade sobre o repasse de informações privilegiadas e o potencial cometimento de *insider trading secundário*.

---

<sup>57</sup> Doc. nº 1654061, §85.

<sup>58</sup> Uma vez que as operações de Julio César ocorreram apenas 09 (nove) minutos após a ligação entre Caio Galli e Silvio Tini, me parece difícil que o eventual repasse de informações teria se dado de forma presencial.



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

113. *De outro lado*, por conta da difícil obtenção de prova, o Colegiado da CVM já reconheceu que **não é necessário** que o julgador tenha acesso a provas sobre o caminho que a informação percorreu até chegar às mãos do *insider*. A demonstração do acesso à informação privilegiada pode ser feita a partir de indícios robustos e convergentes sobre a sua efetiva utilização pelo agente<sup>59</sup>.

114. Por isso, a análise sobre o eventual acesso de Julio César à informação privilegiada depende de indícios apresentados pela acusação e contraíndícios apresentados pela defesa. O suposto acesso à informação privilegiada poder ser auferido pela acusação com base em fatos robustos e convergentes que demonstrem a utilização da informação pelo agente.

115. Diante disso, a tese acusatória entende que o acesso de Julio César à informação privilegiada, bem como a sua utilização com fins de obter vantagem indevida, estariam demonstrados em razão, principalmente:

- (i) da “*proximidade profissional*” entre Caio Galli e Julio César;
- (ii) do *timing* da emissão de ordens de compra de ALPA3 por Julio César em apenas 9 (nove) minutos após a ligação em que Silvio Tini repassou informações privilegiadas a Caio Galli ao recomendar o investimento nas ações ordinárias da Companhia, inclusive sugerindo expressamente que este repassasse a recomendação a Júlio César; e
- (iii) do fato que Julio César não operava com ações de Alparagatas há aproximadamente 2 (dois) anos até a emissão de ordens de compra no dia 29/03/2017.

116. Passo a analisar os três principais indícios apresentados pela acusação, acima listados, bem como os contraíndícios relatados pelas razões de defesa.

### ***(c.ii) Da Utilização ou Uso de Informação Privilegiada por Julio César***

---

<sup>59</sup> Nesse sentido: PAS CVM n° 01/2014, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19.06.2018; 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.



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

117. Em primeiro lugar, de fato, Caio Galli e Júlio César parecem ter uma relação profissional próxima. Como reconhecido pelos próprios acusados, estes costumavam se comunicar à época das operações identificadas pela área técnica<sup>60</sup>. Embora a relação pessoal ou profissional existente entre os agentes seja um indício do possível caminho pelo qual a informação teria percorrido até chegar a Júlio César, esta não pode ser considerada, por si só, bastante para concluir pelo repasse da informação, conforme já reiteradamente decidido por este Colegiado<sup>61</sup>.

118. Em relação ao segundo indício, para além da proximidade profissional entre os agentes envolvidos, reconheço que o *timing* das ordens emitidas por Júlio César coincide com o término da conversa entre Caio Galli e Silvio Tini (especialmente no dia 29/03/2017).

119. Como já explorado, Caio Galli recebeu recomendação de compra diretamente de Silvio Tini, em contexto de repasse de informação privilegiada sobre a expectativa de valorização do ativo ALPA3, por conta de fundamento relevante e sigiloso conhecido por Silvio Tini à época.

120. Na ligação telefônica, Silvio Tini e Caio Galli mencionam o nome de Julio César e se referem a ele como possível executor de ordens de compra de ações ordinárias da Alpargatas, em linha com a recomendação de investimento de Silvio Tini e a informação privilegiada sobre a potencial valorização de ALPA3:

*Primeiro telefonema – Início: 10h42min; Fim: 10h49min*

“Silvio: **É...manda o...manda o...o...manda lá o Júlio César comprar pra você.**  
(...)

Caio: Me mostraram venda e **eu vou cutucar o Cezar lá.** Porque eu acho que é...é algum vendedor dele, lá, viu?

<sup>60</sup> Vale observar que os agentes, ainda em 2017, pouco depois dos fatos sob apuração neste PAS, atuaram como sócios em escritório de assessoria de investimentos

<sup>61</sup> Nesse sentido, explica a Diretora Luciana Dias: “*A existência de relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como elemento adicional na apuração de ilícitos de uso indevido de informação privilegiada. Ela constitui, no geral, um indício adicional que lhe permite formar convicção sobre a possibilidade de acesso à informação relevante pelos acusados. **Quando isoladamente considerada, no entanto, a existência de relações pessoais não é suficiente para comprovar a detenção de informação privilegiada.***” (grifei) (PAS CVM nº 11/09, j. em 03.04.2012.). Nesse mesmo sentido, por exemplo: (i) IA CVM nº 13/00, Dir. Marcelo Trindade, j. em 17.04.2002; (ii) PAS CVM nº 11/08, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21.08.2012; (iii) PAS CVM nº RJ2015/2666, Dir. Rel. Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13/09/2016; (iv) PAS CVM nº RJ2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18/12/2015.



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

Silvio: Ah é? **Bate um papo com ele e faz isso que eu falei, na, na...**

Caio: Pode deixar.

Silvio: **Na 3, tá?**

Caio: Tá bom.

(...)”

121. Apenas 9 (nove) minutos após a ligação entre Silvio Tini e Caio Galli, no mesmo dia 29/03/2017, Julio César emite ordens de compra de ALPA3. Entendo que a operação se mostra atípica quando comparada ao comportamento deste agente no mercado de capitais.

122. Segundo as razões de defesa, o relatório de análise do Itaú BBA demonstraria que a compra de ações da Alpargatas era um investimento atrativo em razão de informações conhecidas por todo o mercado. Entretanto, Júlio César não realizou operações com ações de emissão da Companhia no período que sucedeu a divulgação do referido relatório de análise do Itaú BBA, tendo adquirido um total de 5.300 (cinco mil e trezentas) ações ALPA3 apenas nos dias 29, 30 e 31/03/2017 e 05/04/2017.

123. Quase imediatamente após a ligação entre Caio Galli e Silvio Tini<sup>62</sup>, Julio César emitiu ordens de compra justamente do ativo recomendado por Silvio Tini (ALPA3), e não ALPA4, que seria o ativo mais líquido da Companhia à época e mencionado no relatório técnico do Itaú BBA como possível oportunidade de negócio, relatório este que supostamente teria servido de base para o investimento.

124. Neste ponto, ressalta-se que não foram apresentados nos autos deste PAS estudos, análises, avaliações, apurações, troca de *e-mails* ou mensagens que comprovem que a tomada de decisão de Julio César foi realizada com base no suposto relatório elaborado pelo Itaú BBA ou qualquer outra justificativa econômica legítima. Apenas é mencionada a existência desse documento técnico como justificativa genérica para o fundamento econômico da operação.

125. Por fim, com relação ao terceiro indício listado acima, o histórico de negociação de Julio César corrobora a tese acusatória. A análise da área técnica compreendeu as

---

<sup>62</sup> Conforme informado no Relatório nº 6/2022, “[a] primeira ligação entre Silvio Tini e Caio Galli iniciou às 10h42 e durou 7m32s. Terminou, portanto, pouco após as 10h49, e já no final, aos 6m37, Silvio Tini menciona Júlio César Rossi e orienta Caio Galli “...manda lá o Júlio César comprar pra você”. Após um intervalo de 11 minutos há um segundo telefonema, iniciado às 11h01 e que durou 3m14s, sendo encerrado por volta das 11h04. As compras de ALPA3 em nome de Júlio César Rossi se iniciaram às 11h13, ou seja, cerca de 9 minutos após o encerramento do segundo telefonema”.



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

negociações do agente com ações da Alpargatas desde 2014 e, como demonstrado nos autos, todas elas tiveram como alvo somente ações preferenciais da Companhia. Julio César jamais operou com ações ordinárias da Companhia antes do dia 29/03/2017 e já não operava com ações da Alpargatas (seja preferencial ou ordinária) há aproximadamente 1 (um) ano e 7 (sete) meses – *em específico, desde o dia 11/08/2015*.

126. Com base no exposto, não me parecem críveis as justificativas apresentadas pela defesa para a mudança de comportamento de Julio César, que passou a investir em ações ordinárias da Companhia somente após a conversa telefônica mantida entre Caio Galli e Silvio Tini, em que seu nome é citado em diferentes momentos como possível executor de ordens de compra de ALPA3.

127. Por isso, entendo que há elementos robustos, convergentes e suficientes no caso concreto que remetem ao acesso e à utilização de informação privilegiada sobre a expectativa de valorização das ações por Julio César.

### ***(c.iii) Da Intenção de Auferir Vantagem indevida ou Dolo por Julio César***

128. Segundo a defesa, os valores investidos por Julio César em ações ALPA3 não eram significativos se comparados com o volume de operações em ações de outras companhias no mesmo período<sup>63</sup> ou com o seu patrimônio. Argumenta-se que este fato seria contraindício relevante sobre a suposta ausência de dolo no caso concreto, já que, se tivesse conhecimento de determinada informação relevante e sigilosa da Companhia, poderia ser esperado que Julio César realizasse operações com volumes expressivos, visando a elevado retorno no curto prazo.

129. Além disso, argumenta-se que Júlio César permaneceu em posse das ações por mais de 9 (nove) meses após a divulgação do Fato Relevante no dia 20/04/2017, até janeiro de 2018, quando se desfez das ações de emissão da Companhia adquiridas ao longo de 2017<sup>64</sup>. Isso demonstraria, em tese, que o investidor teria comprado ações de Alpargatas com base em fundamentos econômicos supostamente legítimos, visando a valorização de longo prazo.

---

<sup>63</sup> De acordo com as informações constantes dos autos, o volume das operações de Júlio César com ALPA3 no período entre a ligação mantida entre Caio Galli e Silvio Tini e o Fato Relevante representava cerca de 6% do total investido no período (vide Doc. 1753007 – Anexos 06 e 07).

<sup>64</sup> Doc. 1753007 – Anexo 05.





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

130. Em linha com o entendimento aplicável aos mesmos argumentos levantados na defesa de Caio Galli, entendo que os argumentos de defesa não são suficientes para afastar a presunção relativa de dolo aplicável ao caso concreto, pelas razões que exponho a seguir.

131. Em primeiro lugar, o volume das operações realizadas não constitui elemento do ilícito de *insider trading*, de modo que a alegação genérica a respeito do suposto baixo potencial de ganho das operações, isoladamente, não é contraindício da prática da irregularidade. Os valores supostamente baixos das operações, que totalizaram lucro potencial a Julio César de aproximadamente R\$9.420,00 (nove mil, quatrocentos e vinte reais) segundo a peça acusatória, poderão ser considerados na dosimetria da pena.

132. Já com relação ao segundo ponto, reconheço que manter a posição de investimento, apesar da valorização do ativo no curto prazo e da divulgação do Fato Relevante, pode ser um indício de regularidade da operação, uma vez que *insiders* tendem a visar ganhos no curto prazo e liquidar suas operações após a valorização do ativo.

133. Entretanto, por si só, o comportamento do acusado após a divulgação do Fato Relevante, a depender dos indícios apresentados pela acusação, não é contraindício suficiente para descaracterizar o elemento de dolo. Isso porque o resultado da operação não é elemento caracterizador do *insider trading*, bastando que seja demonstrada a existência de informação privilegiada, o acesso do acusado, sua utilização e a “intenção” de auferir benefício econômico (mesmo que não seja bem-sucedida ou que a operação não seja liquidada no curto prazo).

134. A meu ver, também pesa como indício de dolo o *timing* da operação, poucos minutos após a ligação entre Caio Galli e Silvio Tini.

135. Como parece ser do entendimento da própria defesa de Silvio Tini<sup>65</sup>, o *insider* tende a montar sua posição de investimento e realizar operações em posse de informação privilegiada o quanto antes, logo após seu conhecimento da informação, visando ao lucro a curto prazo antes que a informação seja divulgada ao mercado<sup>66</sup>. Com isso em mente, no caso concreto, a negociação quase imediata por Julio César após a ligação telefônica entre

---

<sup>65</sup> Como se pode compreender do seguinte trecho de defesa a respeito do acusado Caio Galli: “Caio Galli trocou PN por ON 12 dias depois do contato telefônico mantido com o Defendente, ou seja, um significativo lapso temporal, o que desmente a hipótese de que a aquisição teria sido motivada pelo telefonema do Defendente com uma informação sigilosa; fosse verdadeira a tese acusatória, Caio Galli teria adquirido as ações no mesmo dia ou, quando muito, no dia seguinte.” (Doc. nº 1753016).

<sup>66</sup> Prática conhecida como *short swing*.



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

Caio Galli e Silvio Tini me parece ser comportamento típico de *insider trading*, que busca auferir benefício econômico com a operação no curto prazo, antes que a informação seja de conhecimento público.

136. Diante dos indícios e contraíndícios acima expostos, há elementos suficientes para concluir que Julio César teve acesso e se utilizou de informação privilegiada com o objetivo de auferir vantagem econômica indevida no mercado de capitais.

### V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

137. Por todo o exposto, concluo (i) que o acusado Silvio Tini, na qualidade de administrador da Alpargatas, deve ser responsabilizado pela quebra de seu dever de sigilo, em infração ao disposto no art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 8º da então vigente Instrução CVM nº 358/02; e (ii) pela condenação dos acusados Caio Galli e Júlio César em relação à alegada infração ao disposto no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, c/c art. 13, § 1º, da ICVM nº 358/02.

138. Observo, de início, que os fatos são anteriores à entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506/2017, de modo que considero, para fins de aplicação da pena neste PAS, a redação anterior da Lei nº 6.385/1976.

139. Na dosimetria da pena, levo em conta o histórico de reincidência de Silvio Tini<sup>67</sup>, os precedentes do Colegiado em casos semelhantes<sup>68</sup> e a gravidade, em tese, das infrações

---

<sup>67</sup> Na oportunidade do PAS CVM nº 09/2012, Silvio Tini, na qualidade, à época dos fatos, de membro do Conselho de Administração da Ecodiesel, foi condenado ao pagamento de multa no valor de R\$ 500.000,00, pela divulgação de informações relevantes relativas à Companhia, em infração ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002. No âmbito do PAS CVM nº 13/06, Silvio Tini foi condenado, enquanto membro do Conselho de Administração da Paranapanema, por ter realizado negócios com ações de emissão dessa companhia nos dias 29/05, 24, 25 e 30/06, 31/07 e em 12 e 13/08/2003, datas compreendidas nos quinze dias anteriores às divulgações da IAN de 2002, da 1ª ITR de 2003 e da 2ª ITR de 2003, ocorridas, respectivamente, em 30/05, 02/07 e 13/08/2003, em violação ao §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

<sup>68</sup> Sobre a infração de *insider trading*, especialmente: (i) PAS CVM nº RJ2015/5813, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 13/07/2018; (ii) PAS CVM nº 19957.001692/2017-99, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/12/2018; (iii) PAS CVM nº 19957.003780/2017-25, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/03/2020; (iv) PAS CVM nº RJ2015/13651, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018; (v) PAS CVM nº RJ2014/1785, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/07/2017; (vi) PAS CVM nº RJ2014/10290, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/06/2017; (vii) PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015. Sobre o dever de sigilo: (i) PAS CVM nº 09/2012, j. em 25/11/2014, o próprio Silvio Tini foi condenado à pena de multa no valor de R\$500 mil (quinhentos mil reais); (ii) PAS CVM nº 19957.011190/2019-38, j. em 18/08/2020; e (iii) PAS CVM nº 23/10, j. em 04/11/2014. Além disso, há precedentes que aplicaram penalidade de inabilitação



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

praticadas<sup>69</sup>.

140. Diante do exposto, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, com base no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

- (i) pela **condenação** de **Silvio Tini de Araújo**, na qualidade de conselheiro de administração da Alpargatas à época dos fatos, à penalidade de inabilitação temporária pelo período de 60 (sessenta) meses para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, pelo descumprimento ao disposto no art. 155, § 1º, da Lei nº. 6.404/76, c/c o art. 8º da então vigente Instrução CVM nº 358/02;
- (ii) pela **condenação** de **Caio Galli Carneiro** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), pela infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, § 1º, da ICVM nº 358/02; e
- (iii) pela **condenação** de **Julio César da Silveira Rossi** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), pela infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, § 1º, da ICVM nº 358/02.

141. Por fim, recomendo a notificação do Ministério Público para que avalie a existência de indícios do cometimento do crime previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2024.

**João Pedro Nascimento**

Presidente Relator

---

temporária em casos de violação ao dever de lealdade e demais deveres do administrador, como: (i) PAS CVM nº 19957.003269/2019-95, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 26/02/2019; (ii) PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020; (iii) PAS CVM nº 05/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020; (iv) PAS CVM nº 19957.010686/2017-22, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 07/07/2020; (v) PAS CVM nº 19957.009824/2019-92, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 16/12/2019; e (vi) PAS CVM nº 19957.009805/2019-66, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 16/12/2019.

<sup>69</sup> Nos termos do art. 18 da ICVM nº 358/02: “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*”.