



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009219/2019-11

Reg. Col. 1670/19

- Acusados:** Cia. Bozano (sucessora por incorporação de Kadon Empreendimentos S.A.); Sérgio Eraldo de Salles Pinto; Julio Raphael de Aragão Bozano
- Assunto:** Apurar eventual responsabilidade em virtude de (i) negociação de ações com base em informações privilegiadas, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002; e (ii) descumprimento do dever de sigilo, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976.
- Relator:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Legitimidade do uso de provas indiretas para a construção da hipótese acusatória e para a condenação

1. Como bem pontuado pelo Relator, não é nada trivial reunir provas diretas da prática de *insider trading*¹ – ainda mais em se tratando do tipo secundário. É particularmente desafiador comprovar o repasse da informação privilegiada de seu detentor (o *tipper*) para quem negocia (o *tippee*), a não ser naqueles raros casos em que, por exemplo, há uma

¹ O que é reconhecido não apenas no âmbito da CVM e do mercado de valores mobiliários brasileiro. Nesse sentido, cf. os apontamentos de integrantes do corpo técnico da SEC: “Insider trading is an extraordinarily difficult crime to prove. The underlying act of buying or selling securities is, of course, perfectly legal activity. It is only what is in the mind of the trader that can make this legal activity a prohibited act of insider trading. Direct evidence of insider trading is rare. There are no smoking guns or physical evidence that can be scientifically linked to a perpetrator. **Unless the insider trader confesses his knowledge in some admissible form, evidence is almost entirely circumstantial**” (Discurso de Thomas C. Newkirk e Melissa A. Robertson no *16th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England*, 19 set. 1998, disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>). Cf., ainda, a esse respeito, as seguintes considerações sobre o Reino Unido: “New powers to investigate insider trading were introduced in the 1986 Financial Services Act which empowers inspectors to compel witnesses to give evidence under oath; there is no right of silence. These unique powers are testimony to the difficulty of obtaining proof of insider trading and only time will tell if they are effective.” (Mervyn King e Ailsa Roell, *Insider Trading*, Economic Policy, Oxford University Press, v. 3, nº 6, abr. 1988, pp. 184-185).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

confissão, uma gravação ou alguma outra forma de registro indicando que as ordens foram emitidas com base em informações não públicas.

2. As dificuldades na obtenção de elementos diretos, como os que referi acima, não devem se confundir, contudo, com a impossibilidade de caracterização do ilícito diante da ausência de subsídios mais explícitos. Me parece importante reconhecer que estes raramente existirão e que, para a condenação, é legítimo e suficiente o emprego de provas indiretas². Trata-se de prova admitida pelo ordenamento jurídico brasileiro e cujo valor não deve ser subestimado³.

3. Ao contrário das provas diretas, que constituem evidências irrefutáveis da ocorrência de determinado fato, as provas indiretas fundamentam-se em uma série de indícios que, se tomados em conjunto, confluem para a conclusão de que um fato típico foi praticado pelo acusado.

4. Tais indícios, como explica Maria Thereza Rocha de Assis Moura, são “todo rastro, vestígio, sinal e, em geral, todo fato conhecido, devidamente provado, suscetível de conduzir ao conhecimento de um fato desconhecido, a ele relacionado, por meio de um raciocínio indutivo-dedutivo”⁴.

5. O uso de provas indiretas sempre impõe um ônus adicional ao julgador. De um lado, por definição, os elementos probatórios indiretos não têm as mesmas características das

² Cf., nesse sentido: “[...] na hipótese de determinados ilícitos, como é o caso dos chamados crimes de colarinho branco e demais ilícitos do mercado financeiro e de valores mobiliários, a dificuldade de produção de provas diretas torna indispensável a utilização de provas indiciárias, sob pena de tornar inócuas as regras sancionadoras dessas condutas e da consequente frustração do *enforcement* com relação a ilícitos dessa natureza” (André Grünspun Pitta, “Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Valores Mobiliários: o uso da prova indiciária” in Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti (coord.), *Processo Societário*, v. II, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 84).

³ Cf., nesse sentido: “Por lo demás, la convicción del tribunal puede estar fundada en una prueba indiciaria, esto es, en virtud de hechos que permiten llegar a una conclusión sobre la base de circunstancias directamente graves. Una prueba indiciaria, en particular una prueba con medios probatorios materiales, en ciertas circunstancias puede, incluso, proporcionar una prueba más segura que las declaraciones de los testigos del hecho. El fracaso de la prueba de una coartada o la refutación de una afirmación de descargo todavía no pueden ser valoradas por sí solas como indicio de la autoría del acusado. En cambio, es posible que numerosos indicios, de los cuales cada uno individualmente no alcanza para probar la autoría, en su conjunto le puedan proporcionar al juez la convicción de la culpabilidad del acusado” (Claus Roxin, *Derecho procesal penal*, tradução de Gabriela E. Córdoba e Daniel R. Pastor, Buenos Aires: Editores del Puerto, 2000, p. 106).

⁴ Maria Thereza Rocha de Assis Moura, *A prova por indícios no processo penal*, Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2009, p. 109.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

provas diretas, que costumam ser autoexplicativas. De outro, em linha com o entendimento pacífico da CVM⁵, a condenação de acusados a partir de provas indiretas em sede administrativa exige a reunião de indícios sérios, consistentes e convergentes, aptos a permitir uma conclusão robusta acerca dos fatos analisados.

6. Da articulação desses parâmetros resulta que o julgador deve possuir um alto nível de segurança para proferir uma decisão condenatória, ainda que o conforto para uma deliberação nesse sentido seja alcançado por vias indiretas. Na prática, isso significa que, no cotejamento da hipótese acusatória e dos contraíndícios disponíveis, estes últimos não podem se mostrar aptos a abalar de modo relevante a convicção que levaria à condenação.

7. Sob esse prisma, penso que a Acusação reuniu indícios suficientes para postular uma hipótese acusatória bastante plausível, a ponto de me levar a pedir vistas do processo. No entanto, dois dos contraíndícios apresentados impactaram consideravelmente a sustentação daquela tese: **(i)** as negociações de ADR realizadas por Julio Bozano em outubro de 2017, por meio não da Kadon, mas de outras sociedades do grupo Bozano, que não foram apresentadas pelos Acusados durante a instrução do processo de origem; e **(ii)** o próprio histórico de Julio Bozano como acionista da Embraer, e sua correspondente inserção e expertise na indústria aeronáutica.

8. Passo a detalhar a seguir as razões que me compelem a votar pela absolvição dos Acusados.

Cotejamento dos indícios e contraíndícios

9. Para a SMI, as operações realizadas pela Kadon teriam ocorrido de posse de informação privilegiada com base nos seguintes indícios: **(i)** o relacionamento de Julio Bozano e Sérgio Eraldo; **(ii)** a proximidade entre a data em que Sérgio Eraldo admitidamente teve acesso à informação privilegiada e o início das operações da Kadon; e **(iii)** a atipicidade dessas operações à luz do histórico da Kadon, que não negociava com os papéis há cerca de 3 anos.

⁵ Cf., nesse sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 9/2/2021; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 16/01/2018; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012; o voto do Dir. Otavio Yazbek no âmbito do julgamento PAS CVM nº 13/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 13/12/2011; PAS CVM nº 15/2004, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 04/08/2009; PAS CVM nº 24/2000, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 18/08/2005.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

10. Em relação ao primeiro daqueles indícios, concordo que, como reconhecido pelo Colegiado da CVM⁶, relações de amizade ou parentesco, isoladamente consideradas, não são suficientes para que se presuma o repasse de informação privilegiada entre *tipper* e *tippee*. Tais laços podem, contudo, ser um indício importante, que merece ser considerado junto de outros eventualmente disponíveis.

11. E este é, no caso concreto, um ponto de partida bastante significativo. Sérgio Eraldo e Julio Bozano se conhecem há aproximadamente 30 anos e mantinham contato frequente. Só a título de exemplo, Sérgio Eraldo mencionou em seu depoimento a realização de encontros semanais nas instalações do grupo Bozano, que abrigava o escritório, dentre outras empresas, da própria Kadon⁷.

12. Não me parece verossímil que, ante a ausência de um ou de outro indivíduo de tais instalações, essa proximidade simplesmente cessaria, como alegou Sérgio Eraldo em sede de memoriais. Esse desfecho nem seria compatível com a confiança que, à toda evidência, se estabeleceu entre os dois Acusados ao longo de um relacionamento profissional de quase três décadas. No mais, o argumento de que a distância física implicaria em dificuldade de contato só seria crível em outros tempos, quando os meios de comunicação e a tecnologia da informação eram mais limitados – mas, certamente, não hoje.

13. De todo modo, reitero: apesar de importante, esse dado isolado não é suficiente para se estabelecer, com um nível de probabilidade adequado, que Julio Bozano teve acesso à informação privilegiada por meio de Sérgio Eraldo. Tal teoria está longe de ser absurda, mas, como mencionado no próprio Termo de Acusação, por conta de sua posição histórica como integrante do bloco de controle da Embraer, ainda que se presumisse que houve ilícito, Julio Bozano certamente tinha o contato de outras pessoas que poderiam ter tido conhecimento das tratativas com a Boeing antes de sua divulgação⁸. Nessas condições, a eleição de Sérgio Eraldo como *tipper*, ausentes outros elementos, resta enfraquecida. Além disso, há a questão da

⁶ PAS CVM nº 19957.000969/2015-02, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 28/11/2018; PAS CVM nº 11/2008, julgado em 21/08/2012, Dir. Rel. Luciana Dias, PAS CVM nº 13/2000, j. em 17/04/2002, Dir. Rel. Marcelo Trindade.

⁷ Docs. nº 0851282 e nº 0851283.

⁸ Doc. nº 0851378, §42.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

expertise individual de Julio Bozano, que é inafastável no caso concreto. Falarei sobre isso mais adiante.

14. Em relação à segunda ordem de indícios referida pela área técnica – a proximidade entre a data em que Sérgio Eraldo admitidamente teve acesso à informação privilegiada e o início das operações da Kadon –, de modo a afastar tais indícios, a defesa dos Acusados trouxe à tona compras de ADR da Embraer por outras empresas do grupo Bozano, sob ordens de Julio Bozano, realizadas a partir de 03/10/2017. Tais compras foram realizadas antes, portanto, da data em que Sérgio Eraldo afirma ter tido acesso à informação privilegiada.

15. Entendo que os fundamentos apresentados para a realização de tais operações se mostram suficientemente razoáveis para colocar em dúvida (i) a hipótese de que Julio Bozano negociou em novembro de 2017 com ações da Embraer de posse de informação privilegiada, assim como (ii) o papel desempenhado por Sérgio Eraldo na transmissão de tal informação, dando origem às operações de novembro.

16. Faço um breve parêntese apenas para afastar a verossimilhança do argumento de que o conselheiro Sérgio Eraldo teria tomado conhecimento da operação com a Boeing somente em 25/10/2017. Respeitosamente, isso não me parece crível sob qualquer ângulo: nem pela posição ocupada por Sérgio Eraldo, nem considerando o início das tratativas entre Embraer e Boeing para a avaliação da operação (em 28/09/2017), nem à luz do andamento dos litígios envolvendo a Bombardier nos Estados Unidos, nem diante das notícias publicadas à época, enfim, nada. Faço o registro, mas este ponto não é relevante para os fins da formação do meu convencimento, como explico mais adiante, de modo que não me deterei nele.

17. Em qualquer caso, de acordo com Julio Bozano, as negociações de outubro, assim como aquelas realizadas pela Kadon em novembro de 2017, teriam decorrido de duas percepções do Acusado. Em primeiro lugar, de que as questões concorrenciais envolvendo Boeing e Bombardier beneficiariam a Embraer e, posteriormente, de que a notícia da combinação de negócios entre Bombardier e Airbus poderia levar a um arranjo similar entre Embraer e Boeing.

18. Os argumentos apresentados pela defesa são relevantes pois eles se conectam com a terceira linha de questionamentos trazida pela área técnica, e que me pareceu especialmente



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

pertinente: o que teria motivado o investidor a interromper um hiato de aproximadamente três anos sem negociar papéis da Embraer, para então fazê-lo a partir de outubro de 2017? Vale lembrar que a atipicidade das operações realizadas sob ordens de Julio Bozano é incontestável, representando mais de 40% da posição até então detida pela Kadon em ações da Embraer.

19. Em minha análise, não passou despercebido o fato de que as operações realizadas em outubro de 2017 não foram levadas ao conhecimento da área técnica antes da instauração deste PAS. Em sede de memoriais, os Acusados alegaram que tais operações não teriam sido mencionadas anteriormente porque o período de outubro de 2017 não fora objeto dos questionamentos feitos pela área técnica àquela altura. A justificativa me parece, novamente, inverossímil.

20. Era evidente, já antes da apresentação do Termo de Acusação, que os Acusados estavam sendo investigados pela prática de *insider trading* e que a ciência de tais operações poderia alterar o quadro fático de que a área técnica dispunha. Ocorre que, embora este passo não seja impossível, é preciso muito cuidado para elevar uma eventual omissão de informações na fase instrutória a um indício de cometimento de ilícito. Ainda que, na pior das hipóteses, a conduta do Acusado seja repreensível, ela não fere a lei ou a regulamentação, e ainda está amparada pelo direito do investigado de não fazer prova contra si mesmo.

21. De qualquer forma, as operações de 03, 04, 18 e 19 de outubro de 2017, assim como o contexto em que elas ocorreram, parecem fundamentais aqui. A cronologia que me chamou a atenção foi a seguinte:

- i) em 27/04/2017, a Boeing iniciou um processo antidumping contra a Bombardier⁹;
- ii) em 09/06/2017, a US International Trade Commission (USITC) decidiu pela continuidade da investigação das práticas comerciais da Bombardier suscitada pela Boeing¹⁰;

⁹ David Lawder e Alwyin Scott, *Boeing seeks U.S. anti-dumping probe against Bombardier jet*. Reuters, 27 abr. 2017. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/idUSKBN17U0B5/>. Acesso em: 16 mai. 2024.

¹⁰ João José Oliveira, *EUA mantêm investigação sobre práticas comerciais da Bombardier*. Valor Econômico, 09 jun. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/06/09/eua-mantem-investigacao-sobre-praticas-comerciais-da-bombardier-1.ghtml>. Acesso em: 16 mai. 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

www.cvm.gov.br

- iii) em 26/09/2017, em uma decisão preliminar, o US Department of Commerce (DoC) apontou que a Bombardier recebia subsídios da ordem 220%, e que passaria a cobrar taxa de importação em patamar similar¹¹ da empresa – pouco depois, em 06/10/2017, o DoC anunciou a aplicação de uma sobretaxa antidumping de 80%, resultando em encargos de 300% para a Bombardier¹²;
- iv) em 27/09/2017, a Organização Mundial do Comércio – OMC determinou a instalação de um painel de mediação para examinar uma queixa brasileira sobre subsídios ilegais do governo canadense à Bombardier¹³; e
- v) em 16/10/2017, Airbus e Bombardier anunciaram uma parceria no bojo do programa desta última de aviação comercial regional (*C-Series*)¹⁴.

22. Como se vê, para quem acompanhava o setor, ao menos desde junho de 2017 começava a ficar claro que a situação da Bombardier poderia se tornar crítica. Após a manifestação do DoC, estes temores se consolidaram. Em paralelo, a fragilidade financeira da Bombardier, em comparação com os demais *players* da aviação comercial, era conhecida desde antes. Tudo isso aponta para um contexto, do final de setembro de 2017 em diante, de provável reacomodação da indústria.

23. Dois outros elementos dão suporte a esta hipótese. Em primeiro lugar, o anúncio do acordo entre Airbus e Bombardier em 16/10/2017 sugere que o tema já deveria estar em pauta entre as duas companhias há algum tempo – se não começaram em fim de setembro, daquele período em diante certamente se aceleraram.

24. Adicionalmente, o início dos estudos que levariam à celebração da combinação das operações de Embraer e Boeing em 28/09/2017 é outro sinal forte de que, naquele momento, havia alguma espécie de “sintonia” de que uma ou mais reorganizações societárias poderiam acontecer no setor.

¹¹ Doc. nº 0904553, “doc. 05”.

¹² Doc. nº 0904554, “doc. 09”.

¹³ Doc. nº 0904553, “doc. 04”.

¹⁴ Doc. nº 0904554, “doc. 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

www.cvm.gov.br

25. Tudo isso para dizer que as operações com ADR, e depois com ações da Embraer, podem legitimamente ser fruto dos desdobramentos esperados após os reveses sofridos pela Bombardier nos Estados Unidos, em especial a partir de meados de 2017, e do comprovado conhecimento de Julio Bozano sobre a indústria de aviação.

26. E, de fato, os efeitos de tais reveses sobre a Embraer, concorrente direta da Bombardier, foram apontados pelo Acusado como fundamento para suas operações, assim como a percepção de que a parceria entre a Airbus e a empresa canadense poderiam levar a operação similar entre a Boeing e a Embraer.

27. Para um conhecedor da indústria – e essa é uma característica muito peculiar de Julio Bozano, e que torna o substrato fático deste processo realmente singular – esse encadeamento de atos justificaria os negócios realizados em 03 e 04/10/2017, mesmo que não houvesse notícia da parceria entre a Airbus e a Bombardier.

28. Por outro lado, após a divulgação da parceria, essas justificativas soariam, à primeira vista, contraintuitivas para os negócios realizados em 18 e 19/10/2017, assim como para os negócios realizados em novembro, tendo em vista as repercussões negativas sobre a cotação das ações da Embraer, que caiu 5,41% apenas no pregão seguinte à sua divulgação¹⁵.

29. Esse estranhamento é afastado, a meu ver, pela constatação de que, desde 17/10/2017, dia seguinte ao anúncio da parceria entre Airbus e Bombardier, analistas de mercado já discutiam a possibilidade de uma resposta de Embraer e Boeing¹⁶, também por meio de alguma parceria na área de aviação comercial¹⁷.

Conclusão

30. O que não me parece possível, do fim de setembro de 2017 em diante, é presumir que, (i) não havia elementos de natureza econômica que justificassem a aquisição de valores

¹⁵ João José Oliveira, Acordo entre Airbus e Bombardier afeta ações da Embraer. Valor Econômico, 18 out. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/10/18/acordo-entre-airbus-e-bombardier-afeta-acoes-da-embraer-1.ghtml>. Acesso em: 16 mai. 2024.

¹⁶ Ronaldo D’Ercole, Marina Brandão e Rennan Setti, Airbus e Bombardier se unem e criam concorrente de peso para a Embraer. O Globo, 17 out. 2017. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/airbus-bombardier-se-unem-criam-concorrente-de-peso-para-embraer-21954798>. Acesso em: 16 mai. 2024.

¹⁷ Doc. nº 0904554, “doc. 12”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

mobiliários da Embraer; e **(ii)** no pior cenário, que Sérgio Eraldo seria potencialmente a única, ou mesmo a principal fonte de informações sobre o acordo a ser celebrado pela Embraer com a Boeing.

31. Em resumo: como disse no início, a hipótese formulada pela SMI, mesmo que amparada por provas indiretas, seria plenamente plausível, não fossem os contraindícios apresentados e as informações públicas, verificadas independentemente após a apresentação das defesas, que colocam em xeque os principais pressupostos da Acusação. Nesse contexto, em que há fundamentos consideráveis para o comportamento de Julio Bozano, a dúvida deve operar em favor dos Acusados.

32. Daí porque, ante o exposto, voto pela sua absolvição.

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2024.

Marina Copola

Diretora