



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.gov.br/cvm

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 6.404/76.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado, em 11.09.2014, pela SMI, para apurar eventual responsabilidade de:

- (i) Kadon² (incorporada pela Cia Bozano), por supostamente realizar operações no mercado de valores mobiliários em posse de informação relevante da Embraer não divulgada ao mercado, em infração, em tese ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002;
- (ii) Julio Bozano, por supostamente determinar a realização, em nome da Kadon, de operações no mercado de valores mobiliários de posse de informação não divulgada ao mercado, em infração, em tese, ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002; e

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório do Diretor Relator (“Relatório”).

² Por fins de simplificação, a Kadon será referenciada como “Cia Bozano” neste Voto. A Kadon foi incorporada pela Cia Bozano, que consta no polo passivo deste PAS.



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.gov.br/cvm

(iii) Sérgio Eraldo, por supostamente infringir seu dever de sigilo de informações relevantes junto à Embraer, por ter compartilhado informações relevantes da companhia em momento anterior à divulgação de Fato Relevante pela companhia no dia 21/12/2017, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76.

2. Segundo a tese de acusação, o Sr. Sérgio Eraldo, em violação ao seu dever de lealdade e de sigilo em relação às informações detidas como conselheiro de administração da Embraer, teria repassado informações relevantes e sigilosas ao Sr. Julio Bozano, a respeito de uma possível operação de fusão entre a própria Embraer e a Boeing Co., em momento anterior ao Fato Relevante divulgado no dia 21/12/2017 (o “Fato Relevante”).

3. Ato contínuo, segundo o Termo de Acusação, em posse da informação privilegiada repassada pelo Sr. Sérgio Eraldo e na expectativa de valorização do ativo no curto prazo, o Sr. Julio Bozano teria emitido ordens de compra de ações da Embraer, negociadas sob o *ticker* EMBR3 na B3, em nome da Cia. Bozano, com o objetivo de auferir vantagem econômica indevida no Mercado de Capitais. As operações detectadas pela SMI ocorreram nos dias 01, 06, 07, 08, 09, 10, 14 e 16/11/2017.

4. Em seu voto, o Diretor Relator propôs a **absolvição** dos Acusados das imputações de: (i) quebra do dever de lealdade (art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002), no caso do Sr. Sérgio Eraldo, e (ii) realização de negócios em posse de informação privilegiada ou “*insider trading*” (art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13, §1º, da então vigente ICVM nº 358/2002), no caso do Sr. Julio Bozano e da Cia. Bozano.

5. Acompanho as conclusões do Diretor Relator com relação à absolvição dos Acusados, mas entendo necessária a contextualização de alguns aspectos da fundamentação. Por esta razão, apresento esta **MANIFESTAÇÃO DE VOTO**, que está dividida em **três seções**. Na **primeira seção**, faço breves considerações teóricas sobre o *insider trading*. Em sequência, na **segunda seção** analiso o mérito do caso concreto, a fim de avaliar a presença ou ausência dos pressupostos do ilícito. Pelas razões que serão expostas nesta seção, entendo que não há elementos suficientes nos autos deste PAS para justificar a condenação de uso indevido de informação privilegiada. Por fim, na **terceira seção** faço uma breve conclusão.



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.gov.br/cvm

I. Ilícito de Uso Indevido de Informação Privilegiada (*insider trading*)

6. 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-los³. A vedação ao *insider trading* 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, no 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, que a CVM adota em relação aos emissores de valores mobiliários (*full and fair disclosure*)⁴.

7. 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.

8. 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.

9. Em diversos precedentes⁵, o Colegiado da CVM sistematizou os elementos que caracterizam o *insider trading* (primário ou secundário), sendo eles: **(i)** a existência de

³ 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.

⁴ 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*”.

⁵ 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); e **(viii)** PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023.



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.gov.br/cvm

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.

10. 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-los⁶; e **(ii)** sigilosa, isto é, que não tenha sido divulgada pela companhia ou que não esteja disponível ao público⁷.

11. 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.

12. 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 privilegiada⁸.

13. 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 privilegiada⁹.

14. 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, as provas necessárias para

⁶ 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).

⁷ Como ressaltado pela diretora relatora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/8010, j. em 21/07/2015: “*Quanto a isso, cabe lembrar que, conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado, para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público*”. Cf., no mesmo sentido, o 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.

⁸ 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*”.

⁹ Conforme PAS CVM nº 04/04, relatoria do Presidente 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 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).



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.gov.br/cvm

instruir a condenação dos acusados devem ser robustas, múltiplas e convergentes¹⁰.

15. 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. Isso porque os agentes de mercado, cientes da vedação ao *insider trading* no mercado de capitais, tendem a ocultar possíveis rastros e provas do cometimento do ilícito¹¹.

16. 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 mobiliários¹².

17. Na hipótese de *insider trading secundário*, por outro lado, não há que se falar em presunção relativa sobre o **acesso** à informação privilegiada¹³. Afinal, diferentemente daquele

¹⁰ Nesse sentido, o recente julgado do PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Presidente Relator João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024. A respeito do *standard* da prova em processos administrativos sancionadores que envolvem apuração de suposta prática de *insider trading*, expliquei no âmbito do PAS CVM nº 19957.005390/2017-90: “O Colegiado da CVM tem também reconhecido que as apurações quanto a tais provas de uso de informação privilegiada devem ser realizadas com zelo, cautela e parcimônia, mediante a adoção de rigoroso parâmetro probatório”.

¹¹ 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).

¹² 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).

¹³ 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). Da mesma forma, o Presidente Relator Marcelo Trindade, no PAS CVM nº 13/00, explicou que: “realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-ia presumir presunção *juris tantum* que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis. **Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que 'tratando-se de um 'insider de mercado', ou 'tippee', não ocorre tal**



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.gov.br/cvm

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

18. Além disso, também se entende pela possibilidade de aplicação de presunção relativa de que o agente que opera em posse de informação privilegiada **utilizou** tal informação nas negociações¹⁴⁻¹⁵. 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.

19. Em paralelo, o Colegiado da CVM já se posicionou em algumas oportunidades que as presunções relativas sobre o uso indevido de informação privilegiada, a depender do caso concreto, podem ser desconstruídas pelo acusado, desde que este seja capaz de apresentar conjunto de contraíndícios convergentes, no sentido de que os negócios foram realizados com base em fundamentos econômicos sólidos e com propósitos legítimos.

20. Nesse sentido, por exemplo, explicou o então Diretor Wladimir Castelo Branco:

“27. 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

presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação” (grifei) (PAS CVM nº 13/00, Presidente Relator Marcelo Trindade, j. em 17/04/2002).

¹⁴ 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).

¹⁵ 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).



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.gov.br/cvm

‘insider’ administrador ou controlador, seja do ‘insider de mercado’ – cabe ao ‘insider’ provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.” (grifei)¹⁶

21. Entretanto, não é qualquer tipo de explicação genérica que é capaz de afastar a mencionada presunção relativa, sob risco de esvaziamento de tal instituto jurídico. 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 ilícito¹⁷.”

22. Feitas as considerações teóricas pertinentes, passo a analisar se os fatos do caso concreto satisfazem os pressupostos do ilícito de *insider trading* ou uso indevido de informação privilegiada (art. 155, §1º e §4º, da Lei nº 6.385/1976 e art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, em vigor à época dos fatos).

II. Mérito

23. O Termo de Acusação parte de **quatro** presunções principais, que, em tese, preencheriam os pressupostos do tipo administrativo de *insider trading*.

24. A **primeira** delas é que a informação a respeito da possível fusão entre a Embraer e a Boeing Co. seria sigilosa, desconhecida pelo mercado, e relevante, uma vez que seria capaz de influenciar a tomada de decisão dos investidores.

25. A **segunda** presunção é que o Sr. Julio Bozano, responsável pela emissão de ordens de compra do ativo EMBR3, teve acesso à informação privilegiada sobre a possível fusão entre

¹⁶ 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. Alexsandro 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.

¹⁷ Veja-se a respeito, como exemplo, (i) o PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. 15/06/2021; (ii) o PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, j. em 21/03/2023; e (iii) o voto do Presidente João Pedro nascimento no PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023.



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.gov.br/cvm

Embraer e Boeing Co. antes da divulgação do Fato Relevante pela Companhia. Segundo a tese acusatória, o administrador da companhia Bozano foi comunicado pelo Sr. Sérgio Eraldo a respeito da informação privilegiada.

26. A **terceira** presunção é que o Sr. Julio Bozano, na qualidade de administrador da Cia Bozano, se utilizou da informação privilegiada, a que tomou conhecimento pelo repasse do Sr. Sérgio Eraldo, para adquirir ações ordinárias da Embraer, negociadas na B3 sob o *ticker* EMBR3, na expectativa de valorização do papel no curto prazo.

27. Por fim, como **quarta** presunção, em decorrência dos elementos acima descritos, a SMI entende que houve o dolo, uma vez que o Sr. Julio Bozano teria emitido as ordens em nome da Cia Bozano na intenção de auferir vantagem econômica indevida no mercado de capitais. Segundo a acusação, a intenção de obter ganhos financeiros teria sido concretizada com o lucro de R\$4.535.819,00 (quatro milhões, quinhentos e trinta e cinco mil, oitocentos e dezenove reais), auferido pela Bozano com as operações de venda do ativo EMBR3 entre os dias 04 e 19/01/2018, após a valorização do papel em decorrência da divulgação do Fato Relevante no dia 21/12/2017.

28. Pelas razões que passo a expor no próximo subcapítulo, entendo que as defesas esclarecem ou, ao menos, colocam em dúvida plausível e razoável a tese do Termo de Acusação, especialmente com relação às presunções de que o Sr. Julio Bozano teve **acesso** e se **utilizou** de informação privilegiada para a tomada de decisão do investimento (**segunda** e **terceira** presunção do Termo de Acusação acima descritas).

II.I. Ausência de Elementos sobre o Acesso e Uso de Informação Privilegiada

29. Entendo que o **primeiro** elemento está presente no caso concreto, em razão da existência de informação relevante e sigilosa no caso concreto. A possível fusão entre Embraer e Boeing Co. (duas das principais companhias do setor aeronáutico mundial!) é informação relevante, capaz de influenciar na tomada de decisão do investidor, sendo sigilosa na medida em que ainda não havia sido divulgada ao mercado. São demonstrativos da relevância da mencionada informação a própria divulgação do Fato Relevante e a valorização das ações da EMBR3 nos pregões subsequentes. A existência de informação relevante e sigilosa e seu conhecimento pelo Sr. Sérgio Eraldo sequer são contestados pelas razões de defesa¹⁸.

¹⁸ O Direito Societário ensina que, em situações como esta, o membro do Conselho de Administração tem o dever de se informar a respeito de possíveis decisões da administração, que sejam capazes de impactar, de forma



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.gov.br/cvm

30. O mesmo não se pode dizer com relação à **segunda** e à **terceira** presunção do Termo de Acusação, a respeito, respectivamente, do **acesso** e da **utilização** de informação privilegiada na tomada de decisão de investimento pelo Sr. Julio Bozano.

31. Como explorado acima, não há presunção relativa sobre o **acesso** à informação privilegiada no caso de *insider trading* secundário.

32. O Sr. Sérgio Eraldo **não** é acusado por uso indevido de informação privilegiada no presente PAS, apenas a Cia Bozano e seu preposto, o Sr. Julio Bozano, que não exercia qualquer cargo ou função na rotina da Embraer. O Sr. Julio Bozano é agente externo da companhia e teria tido acesso à informação por conta de suposta comunicação do Sr. Sérgio Eraldo.

33. Portanto, estamos diante de um caso de *insider trading* **secundário** e, por isso, **não há presunção relativa de acesso do Sr. Julio Bozano à informação privilegiada**. Dessa forma, cabe à Área Técnica reunir provas, bem como elencar indícios robustos e convergentes suficientes para demonstrar que o Sr. Julio Bozano tomou conhecimento da informação privilegiada antes da divulgação ao mercado em geral.

34. Segundo a SMI, o acesso à informação privilegiada pelo Sr. Julio Bozano, responsável pela emissão de ordens de compra do ativo EMBR3, se deu a partir do repasse pelo Sr. Sérgio Eraldo, que teria tomado conhecimento da informação privilegiada no dia 25/10/2017, por ser membro do Conselho de Administração da Embraer. De acordo com a acusação, tal transmissão da informação restaria demonstrada, em tese, pelos seguintes indícios:

- (i) O Sr. Sérgio Eraldo tinha conhecimento sobre a possibilidade de fusão entre Embraer e Boeing Co. desde o dia 25/10/2017, após ter sido informado pelo Presidente do Conselho de Administração da Embraer. Foram detectadas operações de compra do ativo EMBR3 pela Cia Bozano nos dias 01, 06, 07, 08, 09, 10, 14 e 16/11/2017, em momentos anteriores à divulgação do Fato Relevante, que veio a ocorrer apenas no dia 21/12/2017;

relevante, os negócios de sua companhia. Veja-se a doutrina a respeito: “*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.*” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio de. **Direito das Companhias**. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017. Pp. 799-808).



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.gov.br/cvm

- (ii) O Sr. Sérgio Eraldo ocupava o cargo de sócio e presidente da Cia Bozano antes da incorporação da Kadon, além de “*membro do comitê estratégico e administrador*” e uma das pessoas autorizadas a emitir ordens pela Kadon, e acumulava a função de membro do conselho de administração da Embraer;
- (iii) O Sr. Sérgio Eraldo frequentava fisicamente as instalações da Cia Bozano, em uma periodicidade aproximadamente semanal, como afirmado pelo próprio em seu depoimento, o que demonstraria sua capacidade de influenciar a tomada de decisão de investimentos. A isto, segundo a SMI, soma-se o fato de que a Kadon era formada por poucos funcionários, o que, em tese, permitiria “*uma interação maior entre os envolvidos e, conseqüentemente, uma troca de informações mais intensa*”;
- (iv) Nas palavras do Termo de Acusação, o Sr. Julio Bozano, “*dada sua posição de antigo controlador da Embraer, tinha, muito provavelmente relação de amizade com pessoas de influência no setor, o que reforça o provável conhecimento das negociações com a Boeing em momento anterior à sua publicação*”; e
- (v) As operações de compra de EMBR3 pela Cia Bozano seriam atípicas. Isso porque, em tese: (a) a Kadon, posteriormente incorporada pela Cia Bozano, já não operava com o ativo EMBR3 há aproximadamente 3 (três) anos, além de historicamente pouco operar no mercado de capitais no geral¹⁹; e (b) além disso, a atipicidade das operações, segundo a SMI, se dá pelo *timing* das operações, “*realizadas em datas anteriores à divulgação de fato relevante que influenciou de forma bastante significativa os preços de EMBR3*”.

35. De um lado, a Acusação, a meu ver, com base nos elementos presentes nos autos à época da elaboração do Termo de Acusação²⁰, reuniu alguns elementos que poderiam colocar em dúvida e sugerir a ocorrência de *insider trading* no caso concreto, o que justifica o presente

¹⁹ As poucas movimentações da Kadon, posteriormente incorporada pela Cia Bozano, estariam demonstradas na planilha anexa aos autos sob o doc. nº 0851274. Segundo o apurado pela SMI, a Kadon teria operado em 42 pregões desde 2012, tendo como alvo apenas quatro ativos diferentes, com destaque para a EMBR3 e AZUL4, ambos de emissão de companhias no setor de aviação.

²⁰ Vale esclarecer que os Acusados apenas constituíram advogados e trouxeram novos elementos aos autos do presente PAS após a instauração do Termo de Acusação (Docs. nº 0876398 e 0904553), de modo que a SMI, à época da elaboração da peça acusatória, não tinha todos os elementos fáticos ora apresentados ao Colegiado para a conclusão do julgamento deste PAS.



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.gov.br/cvm

PAS estar sendo analisado pelo Colegiado. Afinal, o Sr. Sérgio Eraldo, que reconhecidamente tinha ciência de informações privilegiadas a respeito da Embraer desde o dia 25/10/2017²¹, supostamente teria influência na administração da Cia Bozano, inclusive frequentando as suas instalações físicas.

36. Com base exclusivamente nesse contexto fático isolado, é compreensível o entendimento da SMI sobre a existência de indícios de que o Sr. Sérgio Eraldo poderia ter tomado conhecimento de informação privilegiada e a repassado ao Sr. Julio Bozano, em alguma de suas interações na rotina da Cia Bozano.

37. A existência de elementos de autoria e materialidade sobre os fatos descritos no Termo de Acusação foi, inclusive, objeto de análise no Parecer n. 00217/2019/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU²², que confirmou a adequação da peça acusatória.

38. *Por outro lado*, entendo que as defesas foram capazes de reunir contraindícios suficientes para desconstruir a tese acusatória, especialmente pelas seguintes contrarrazões:

- (i) As operações envolvendo a compra de valores mobiliários da Embraer por companhias controladas pelo Sr. Julio Bozano se iniciaram no dia 03/10/2017, antes do conhecimento da informação privilegiada pelo Sr. Sérgio Eraldo, que se deu apenas no dia 25/10/2017, segundo o próprio Termo de Acusação;
- (ii) As operações de compra de ativos da Embraer podem ser justificadas em razão do cenário do setor aeronáutico à época e por fundamentos econômicos, que *in casu* são detalhados, robustos e convincentes;
- (iii) O fato de o Sr. Julio Bozano possivelmente conhecer ou ter “*relação de amizade*” com colaboradores da Embraer para além do Sr. Sérgio Eraldo, por si só, **não é e não pode ser** considerado um indício de que este agente cometeu *insider trading*;
- (iv) O Sr. Sérgio Eraldo não estava no Brasil à época das primeiras operações de compra de EMBR3 pela Bozano identificadas no Termo de Acusação.

²¹ A própria defesa reconhece o fato de que o Sr. Sérgio Eraldo tomou conhecimento da possibilidade da operação entre Embraer e Boeing Co. em 25/10/2017 (doc. nº 0904559).

²² Doc. nº 0868348.



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.gov.br/cvm

Portanto, não seria razoável inferir que o repasse de informações privilegiadas estaria demonstrado em razão de sua frequência às instalações físicas da Cia Bozano;

- (v) O Sr. Sérgio Eraldo ocupava a função de membro do conselho de administração da Kadon, posteriormente incorporada pela Cia Bozano, de modo que não participava da tomada de decisão de investimentos na rotina da companhia à época das ordens de compra de EMBR3; e
- (vi) As operações de compra de EMBR3 não se mostram necessariamente atípicas, uma vez que: (a) a Kadon estava em posição comprada em ações da Embraer desde sua privatização na década de 90; (b) o contexto fático do setor aeronáutico à época justificava a tomada de decisão do investimento.

39. Com base nos contraindícios acima elencados, a serem detalhadamente analisados a seguir, entendo que não ficou demonstrado que: (a) o Sr. Julio Bozano teve acesso (e muito menos que o acesso decorreu de repasse por parte do Sr. Sérgio Eraldo); nem que (b) o Sr. Julio Bozano teria se utilizado de informação privilegiada, o que seria central para a imputação de *insider trading*²³ no presente caso.

40. A ausência de indícios suficientes sobre a suposta infração administrativa foi, inclusive, o entendimento da autorregulação da BSM – Supervisão de Mercados²⁴, que constatou “*não foi possível comprovar indícios de uso indevido de informações privilegiadas*”.

41. Subsequentemente, no âmbito da apuração do caso pela Área Técnica competente na CVM, a SMI reconheceu que “*(...) não [há] (...) prova concreta de que essa informação tenha sido transmitida*”²⁵.

42. Além disso, a Polícia Federal, no âmbito do Inquérito Policial 2019.0013578-SR/PF/SP, concluiu que “*não há qualquer indício concreto de que Sergio Eraldo de Salles Pinto teria repassado a Julio Raphael de Aragão Bozano informação privilegiada, salvo a existência de relação próxima entre estes*”, sugerindo o arquivamento do processo “*tendo em*

²³ Como explorado na seção teórica deste voto, o acesso e a utilização informação privilegiada são pressupostos para a configuração do ilícito de *insider trading*.

²⁴ Doc. nº 0851268.

²⁵ Doc. nº 0939738.



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.gov.br/cvm

*vista a ausência de justa causa para sua tramitação, bem como ausência de possíveis linhas investigativas aptas a angariar maiores elementos de prova*²⁶.

43. Sendo assim, cabe aqui uma reflexão quanto à incidência da presunção de boa-fé. Não há comprovações de que: (a) o Sr. Julio Bozano teve acesso a informações privilegiadas; (b) o Sr. Sergio Eraldo repassou informações privilegiadas; nem que (c) o Sr. Julio Bozano teria se utilizado de informação privilegiada. Em tal contexto, aplica-se a presunção de boa-fé. Aplica-se aqui o tradicional brocardo jurídico de que: a boa-fé se presume; a má-fé se prova. É, neste sentido, a jurisprudência tradicional do STJ²⁷.

(i) As operações de compra de valores mobiliários de emissão da Embraer por companhias controladas pelo Sr. Bozano começaram no dia 03/10/2017

44. Segundo a tese acusatória, os investimentos realizados pela Cia Bozano nos dias **01, 06, 07, 08, 09, 10, 14 e 16/11/2017**, por ordem do Sr. Julio Bozano, teriam ocorrido sob influência de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado. Esta informação, por sua vez, teria sido repassada ao Sr. Julio Bozano por intermédio do Sr. Sérgio Eraldo, que, por ser do Conselho de Administração da Embraer, em conversa com o Presidente do referido conselho **no dia 25/10/2017**, tomou ciência da possível fusão com a Boeing Co..

45. Entretanto, as razões de defesa demonstraram que outras companhias controladas pelo Sr. Julio Bozano começaram suas operações de compra de ativos da Embraer no dia 03/10/2017, antes mesmo da ciência do Sr. Sérgio Eraldo a respeito da informação relevante. Portanto, parece-me que a compra de ativos EMBR3 pode ter tido motivações econômicas legítimas, uma vez que o conhecimento do Sr. Sérgio Eraldo sobre a informação privilegiada se deu em momento posterior ao início da estratégia do Sr. Julio Bozano de compra das ações.

46. Na sequência, passo a identificar os fundamentos econômicos capazes de justificar, de maneira detalhada e convincente, a motivação das operações de compra de ações de emissão da Embraer, conforme fatos apresentados pela defesa nos autos deste PAS.

(ii) Fundamentos econômicos das operações

²⁶ Doc. nº 2001261.

²⁷ Vejam-se, exemplificativamente, os seguintes julgados: (i) STJ. Recurso Especial nº 956.943 - PR. Relatora Ministra Nancy Andrighi. e (ii) STJ. Agravo Interno nos Embargos de Declaração 1076853 - SP. Min. João Otávio Noronha.



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.gov.br/cvm

47. Como antecipado na seção teórica deste voto, a presunção relativa sobre o uso indevido de informação privilegiada na tomada de decisão em casos de *insider trading* pode ser afastada caso, em conjunto com outros elementos indiciários convergentes, o acusado explique os fundamentos econômicos que levaram à tomada de decisão de investimento no passado.

48. Assim, a existência de fundamentação econômica sólida, robusta e convincente para justificar a realização das operações é contraindício adicional de que o agente não teve acesso ou não se utilizou de informação privilegiada. Neste caso concreto, as defesas foram capazes de apresentar explicações econômico-financeiras plausíveis para a compra de ativos EMBR3.

49. Antes de entrar no mérito das justificativas econômicas apresentadas pela defesa, deve-se ter em mente que o Sr. Julio Bozano é notoriamente conhecedor do mercado aeronáutico, de modo que sua *expertise* de aproximadamente 30 (trinta) anos pode ser um indicativo de que a análise econômica dos investimentos foi realizada por agente qualificado e capaz de identificar eventuais oportunidades de mercado.

50. Dito isso, como explorado nas razões de defesa, a Embraer atuava no mercado de aeronaves comerciais a jato, setor em que *Airbus* e *Boeing Co.* tinham a maior parcela do *market share* total. A companhia brasileira tinha como principal concorrente no nicho de aeronaves com menor capacidade de passageiros a companhia *Bombardier*, sediada no Canadá. Entre 2016 e 2017, a companhia canadense, com o apoio financeiro do governo local, implementou programa comercial denominado “*C-Series*”, com o propósito de aumentar suas vantagens competitivas contra a Embraer e reforçar a sua atuação no nicho de aeronaves com até 150 (cento e cinquenta) assentos, em que a *Boeing Co.* também era atuante.

51. Nesse cenário, em razão do sucesso inicial do programa *C-Series* e da queda do *market share* da Embraer, o Brasil ingressou com pedido à Organização Mundial do Comércio – OMC com o objetivo de consultar o governo canadense a respeito de eventual desrespeito ao acordo internacional de igualdade de condições entre os concorrentes do setor aeronáutico mundial. Tal tentativa de resolução do conflito não teve sucesso, de modo que foi instaurado painel de mediação entre Brasil e Canadá no dia **29/09/2017**.

52. Em paralelo, a *Boeing Co.* também ingressou com reclamação contra a *Bombardier* na *US International Trade Commission* e *US Department of Commerce*, afirmando que a companhia canadense teria vendido aeronaves para clientes norte-americanos por preço abaixo do custo de produção, em violação a acordos comerciais vigentes. Como resultado, o governo americano teria aplicado, em **25/09/2017**, cobrança de altas taxas sobre a importação de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

aeronaves a título de compensação. Além disso, o caso teria causado prejuízos graves à *Bombardier* do ponto de vista reputacional e de relações internacionais com órgãos de governo.

53. Com base nessas dificuldades enfrentadas pela companhia canadense no final do mês de setembro de 2017 e das dificuldades enfrentadas no programa *C-Series* da *Bombardier*, é coerente a explicação da defesa de que a oportunidade de investimento em EMBR3 passou a ser mais atrativa. O contexto macroeconômico era favorável ao investimento em Embraer. É crível, portanto, ter sido neste cenário que, em **03/10/2017**, companhias controladas pelo Sr. Julio Bozano iniciaram operações de compra de ações da Embraer²⁸.

54. Poucas semanas depois, no dia 17/10/2017, *Airbus* e *Bombardier* anunciaram parceria para a continuidade do programa *C-Series*. Em face de tal operação, para aqueles que acompanham de perto o setor, seria relativamente previsível que Embraer e Boeing Co. traçariam planos para aumentar as suas capacidades produtivas, a fim de equilibrar as vantagens competitivas. Dessa forma, para além do exposto acima, a possível fusão entre as companhias era de certo modo esperada por parte do mercado, como potencial estratégia para fazer frente à parceria firmada entre as concorrentes, o que poderia aumentar a atratividade do investimento no ativo EMBR3 à época. A esse respeito, a defesa anexou pesquisa elaborada por agente de renome internacional, datada de 17/10/2017, que já especulava a possível parceria entre Boeing e Embraer²⁹.

55. Neste ponto, cabem breves considerações a respeito de pontos trazidos no Termo de Acusação.

56. Segundo a SMI, não existiria a suposta expectativa sobre a eventual fusão entre Embraer e Boeing Co.. Isso porque a União Federal teria o poder de veto sobre a transferência do controle acionário da companhia, de forma que não seria intuitivo ao Sr. Julio Bozano inferir que a fusão entre Embraer e Boeing Co. seria “*simples*” e “*óbvia*”, ao ponto de subsidiar a tomada de decisão de investimento da Cia Bozano em EMBR3.

57. Nas palavras do Termo de Acusação, “*considera-se pouco convincente a justificativa do Sr. Julio de que a fusão entre Boeing e Embraer parecia um passo natural para a companhia*

²⁸ Em específico: IMI Investments & Management Inc. e National Overseas Development Corporation (Doc. nº 0904553, pp. 5-8).

²⁹ “*Of course one question this transaction raises is **whether Boeing and Embraer could form some kind of partnership in the Commercial segment as a response to lastnight's news**. In the Defense segment, the two OEMs already have an agreement by which Boeing helps Embraer distribute its KC-390. We believe that is certainly conceivable, at least in the long run.*” (doc. nº 0904554, pp. 18-19)



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.gov.br/cvm

visando fazer frente à Airbus e Bombardier, já que tal operação dependeria, na prática, de fatores complexos e externos à vontade das companhias envolvidas para que pudesse se concretizar de fato”.

58. Além disso, a SMI argumenta que as operações de compra de EMBR3 pela Cia Bozano não se iniciariam logo após o anúncio da operação entre *Airbus* e *Bombardier*, no dia 17/10/2017, mas apenas no mês de novembro de 2017.

59. Entendo que tais razões da acusação **não** merecem prosperar.

60. Primeiramente, divirjo do entendimento de que o poder de veto da União sobre eventual fusão entre Embraer e Boeing Co., em razão da ação ordinária de classe especial (“*golden share*”), retiraria a atratividade do investimento em EMBR3, como parece inferir o Termo de Acusação.

61. Mesmo que a União Federal tivesse o mencionado poder de veto, a expectativa sobre tal operação – *diga-se, entre duas das maiores companhias do mundo no setor aeronáutico* – é capaz de influenciar a tomada de decisão dos investidores pela compra do ativo EMBR3. Esse fato foi demonstrado pela valorização das ações após a divulgação do Fato Relevante do dia 21/12/2017, que apenas anunciava a existência de “*tratativas*” entre as companhias e continha a ressalva expressa de que “*qualquer transação estará sujeita à aprovação do Governo Brasileiro e dos órgãos reguladores, dos conselhos de administração das duas companhias e dos acionistas da Embraer*”.

62. Além disso, parece-me que a possível operação de fusão com a Boeing Co. ou qualquer outra estratégia da Embraer para aumentar seu *market share* poderia ser esperada pelos investidores à época³⁰, especialmente após o anúncio da parceria entre *Airbus* e *Bombardier*, mas não se limitando a isso. A estratégia de investimento de companhias relacionadas à Cia Bozano pela compra de ações da Embraer se iniciou no dia 03/10/2017, em razão de dificuldades enfrentadas pela concorrente canadense à época, antes mesmo da parceria entre *Airbus* e *Bombardier*, anunciada apenas em 17/10/2017.

63. Assim, as defesas demonstraram que os fundamentos econômicos não se restringem à parceria entre *Airbus* e *Bombardier*, de modo que tal operação foi apenas mais um atrativo para o investimento em EMBR3, já que aumentou a expectativa dos especialistas sobre a possível

³⁰ Conforme estudos realizados à época (Doc. nº 0904554, pp. 18-19).



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.gov.br/cvm

fusão entre Embraer e Boeing Co..

64. Portanto, em razão dos contraindícios apresentados pela defesa, parece-me que a expectativa do Sr. Julio Bozano sobre a possibilidade de valorização do ativo EMBR3 se deu em razão do contexto fático do setor aeronáutico à época e de sua reconhecida experiência e conhecimento técnico sobre esse mercado, o que fragiliza a acusação de uso indevido de informação privilegiada.

65. Nesse mesmo sentido parece ter concluído a Polícia Federal, no âmbito do Inquérito Policial 2019.0013578-SR/PF/SP³¹:

“JULIO RAPHAEL DE ARAGÃO BOZANO realmente aparenta ser profundo conhecedor do mercado aeronáutico, de forma que soa coerente suas alegações quanto à existência de uma **estratégia de compra das ações da EMBRAER tendo em vista a disputa entre as empresas Boeing e Bombardier, bem como a união entre esta última com a Airbus, o que poderia acarretar na aproximação da EMBRAER com a Boeing.** Neste sentido, a defesa de JULIO apresentou manifestações feitas por analistas do setor e pela mídia especializada já prevendo tal aproximação, antes da compra das ações pela KABON. **Tal informação é corroborada pelo fato de que outras empresas do "grupo Bozano" teriam realizado compra de ações da EMBRAER antes da KADON e antes da data em que SERGIO teria tomado conhecimento da possível negociação.**” (grifei)

(iii) **Eventual relação pessoal ou profissional entre o Sr. Sérgio Eraldo e profissionais do setor de aviação não é, por si só, indício de repasse de informação privilegiada**

66. Em determinado momento, o Termo de Acusação afirma que “*da declaração do Sr. Sergio foi possível perceber grande prestígio e influência do Sr. Julio na Embraer, já que este, dada sua posição de antigo controlador da empresa, tinha, muito provavelmente, **relação de amizade com pessoas de influência no setor, o que reforça o provável conhecimento das negociações com a Boeing em momento anterior à sua publicação oficial***” (grifei).

67. Neste ponto, deve-se dizer que a experiência do Sr. Julio Bozano no setor aeronáutico, bem como eventual relação pessoal com agentes atuantes no segmento, **não é e não pode ser** considerado, por si só, indício de uso indevido de informação privilegiada. Tal como acima descrito, a reconhecida experiência do acusado no mercado de produção de aeronaves pode ter permitido a avaliação do acusado sobre as condições econômicas do setor aeronáutico à época, levando-o a concluir que o ativo EMBR3 poderia ser um investimento atrativo.

³¹ Doc. nº 2001261.



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.gov.br/cvm

(iv) *O Sr. Sérgio Eraldo não estava no Brasil à época dos primeiros investimentos*

68. Segundo o Termo de Acusação, um dos indícios sobre o repasse de informações privilegiadas entre os Srs. Sérgio Eraldo e Julio Bozano seria o fato de que ambos frequentavam o estabelecimento comercial da Cia Bozano com frequência e haviam relação profissional há mais de 30 anos³².

69. Conforme certidão de movimentos migratórios anexa aos autos³³, o Sr. Sérgio Eraldo estava em viagem no exterior entre os dias 30/10/2017 e 07/11/2017. Portanto, na data das primeiras operações de compra de EMBR3 identificadas no Termo de Acusação (01 e 06/11/2017), o suposto responsável pela transmissão da informação privilegiada sequer poderia ter frequentado as instalações da Cia Bozano e lá repassado tal informação ao Sr. Julio Bozano.

70. Entendo, portanto, que embora a distância física não impeça a comunicação, sua proximidade a facilita, especialmente em se tratando de comunicações ilegais – tanto é assim que a própria Acusação trata como indícios as visitas do Sr. Sérgio Eraldo às instalações físicas da Cia Bozano. Assim, tais visitas perdem força como suposto indício de irregularidade no presente PAS. Afinal, as primeiras operações ocorreram em datas em que o Sr. Sérgio Eraldo não poderia ter ido presencialmente à sede da Cia Bozano. Também não há nos autos nenhum documento que demonstre suposto repasse de informação privilegiada por meios eletrônicos (*e-mail*, áudios, mensagens, *prints* de conversa ou telefonemas, por exemplo).

71. A proximidade profissional, em tese, entre os Srs. Sérgio Eraldo e Julio Bozano “há mais de 30 anos” e a “*relação de confiança*” entre os agentes, por si só, não pode ser suficiente para justificar uma condenação pelo ilícito de *insider trading*. Em linha com precedentes deste Colegiado³⁴, a relação pessoal ou profissional entre os agentes não é, de forma isolada, indício

³² Nos termos da manifestação complementar, a área técnica entendeu que “A informação pode ter sido transmitida por meio de conversa informal, até mesmo em ambiente externo à Kadon, como um jantar, por exemplo. Por esse motivo, a soma dos indícios acima elencados, especialmente o vínculo do Sr. Sergio com a Embraer e com a Kadon, sua proximidade (profissional e pessoal) com o Sr. Julio marcada pelos frequentes encontros entre ambos devem ser considerados para concluir que a informação sobre as tratativas de aquisição da Embraer pela Boeing foi transmitida para o Sr. Julio”. (doc. nº 0939738)

³³ Doc. nº 2001257.

³⁴ 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**



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.gov.br/cvm

robusto o suficiente para indicar que o Sr. Sérgio Eraldo teria repassado informações privilegiadas ao Sr. Julio Bozano.

72. Outros elementos fáticos seriam necessários para justificar eventual condenação dos acusados neste PAS. Como explorado ao longo deste voto, entendo que não há, para além da mera demonstração de proximidade profissional entre os agentes, indícios robustos suficientes para a configuração da infração administrativa de *insider trading*.

(v) *Funções do Sr. Sérgio Eraldo na Cia Bozano*

73. O Termo de Acusação destaca que o Sr. Sergio Eraldo era “uma das pessoas autorizadas a emitir ordens pela Kadon, ser membro do comitê estratégico e Administrador da Kadon, sócio e presidente da Cia Bozano [antes da incorporação da Kadon] e também acumular a função de Conselheiro da Embraer desde o ano de 2009”.

74. Entendo que as razões de defesa foram capazes de demonstrar que tais afirmações da acusação **não** procedem.

75. Em primeiro lugar, o Sr. Sérgio Eraldo renunciou ao cargo de Diretor Presidente e já não mais atuava como diretor da companhia à época das operações de compra de EMBR3 identificadas pelo Termo de Acusação em novembro de 2017, conforme ata de assembleia geral da Kadon realizada no dia 02/10/2017. Nessa mesma deliberação, o acusado foi nomeado como membro do conselho de administração da companhia.

76. Conforme sistemática adotada pela Lei nº 6.404/76, as funções de membros da Diretoria se diferenciam daquelas que incidem sobre membros do Conselho de Administração. Nesse sentido, esclareci na oportunidade da consulta analisada no Processo Administrativo CVM nº 19957.007271/2022-39³⁵:

“Compete ao Conselho de Administração, no melhor interesse da companhia, definir as diretrizes estratégicas, supervisionar os demais órgãos de administração e orientar a gestão

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. Rel. 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.

³⁵ Presidente Relator João Pedro Nascimento, Reunião do Colegiado de 16/04/2024.



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.gov.br/cvm

*das atividades sociais*³⁶.

Os membros da Diretoria, por sua vez, são responsáveis pela condução das atividades executivas da Companhia, inclusive no que se refere à representação da companhia perante terceiros e execução das diretrizes estratégicas fixadas pela Assembleia-Geral de Acionistas ou pelo Conselho de Administração, conforme competências que lhe são atribuídas pelo artigo 138 da Lei nº 6.404/1976.”

77. Portanto, ao menos em regra, a atividade executiva da companhia é responsabilidade da Diretoria, conforme diretrizes ou orientações estratégicas da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração. Assim, salvo se disposto o contrário no Estatuto Social, não cabe aos conselheiros operacionalizar atividades rotineiras da companhia, como, por exemplo, ordenar a compra ou venda de ativos no mercado de capitais, tratando-se de atividade típica de membros da diretoria.

78. Nesse sentido, apesar de o Sr. Sérgio Eraldo ainda constar como pessoa autorizada a emitir ordens em nome da Kadon na ficha cadastral da corretora, o artigo 13 do Estatuto Social previa expressamente que:

“Art. 13 – O Conselho de Administração será composto de 3 (três) a 5 (cinco) Conselheiros, todos residentes no país, eleitos pela Assembleia Geral, a quem competirá, além das atribuições previstas em lei:

- (i) zelar pelos interesses dos Acionistas, sem perder de vista as demais partes interessadas;*
- (ii) adotar uma estrutura de gestão ágil, composta por profissionais qualificados e de reputação ilibada;*
- (iii) cuidar para que as estratégias e diretrizes sejam efetivamente implementadas pela Diretoria, **sem, todavia, interferir em assuntos operacionais** e*
- (iv) prevenir e administrar situações de conflito de interesses ou de divergência de opiniões, de maneira que o interesse da Sociedade sempre prevaleça.” (grifei)*³⁷

79. Dessa forma, pelas disposições estatutárias então vigentes, o Sr. Sérgio Eraldo não

³⁶ Lei nº 6.404/76. Art. 142. Compete ao Conselho de Administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

³⁷ Doc. nº 0851273.



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.gov.br/cvm

influenciava nas decisões de investimentos à época das operações de compra do ativo EMBR3 em novembro de 2017, uma vez que já não atuava como Diretor, mas sim como membro do Conselho de Administração.

(vi) *Da (A)tipicidade das operações*

80. Em primeiro lugar, é preciso contextualizar que existem precedentes da CVM no sentido de que não é necessário identificar o repasse de informações entre determinado agente interno ou vinculado à companhia emissora de valores mobiliários e o investidor acusado de *insider trading*. Se existirem elementos robustos, múltiplos e convergentes, capazes de demonstrar que o agente teve acesso à informação privilegiada, sequer é necessário traçar o caminho que a informação percorreu até o cometimento do ilícito³⁸. Isto é, mesmo que não tenha sido possível comprovar o repasse de informações pelo Sr. Sérgio Eraldo, em tese, a CVM ainda poderia entender que o Sr. Julio Bozano teve acesso à informação privilegiada, desde que constassem nos autos outras múltiplas provas indiciárias convergentes para tal entendimento.

81. Parece ter sido com base nesse raciocínio que a acusação buscou demonstrar a suposta atipicidade das operações de compra de EMBR3 pela Cia Bozano. Segundo a SMI, a dita atipicidade das operações se dá pelas seguintes razões centrais: (a) a companhia já não operava com o ativo há cerca de 3 (três) anos (desde novembro 2014) e tinha poucas movimentações no mercado de capitais; e (b) pelo *timing* das operações, “*realizadas em datas anteriores à divulgação de fato relevante que influenciou de forma bastante significativa os preços de EMBR3*”.

82. Entretanto, como passo a expor a seguir, em conjunto com as razões já expostas acima, entendo que não há que se falar em atipicidade das operações que demonstre acesso e utilização de informações privilegiadas pelo Sr. Julio Bozano.

83. Em relação ao primeiro ponto “(a)”, como explorado acima, as operações de compra de valores mobiliários de emissão da Embraer por companhias controladas pelo Sr. Julio Bozano se iniciaram no dia 03/10/2017, antes mesmo de qualquer conhecimento de informações privilegiadas por parte do Sr. Sérgio Eraldo. Além disso, o Grupo Bozano investe na Embraer, desde a sua privatização na sua Década de 90, de tal maneira que a aquisição de

³⁸ PAS CVM n° 01/2014, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19.06.2018. Nesse mesmo sentido: (i) PAS CVM n° 19957.002923/2017-81, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 26/09/2023; (ii) PAS CVM n° RJ2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18/12/2015; (iii) PAS CVM n° RJ2015/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/07/2015; e (iv) PAS CVM n° RJ24/2005, 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.gov.br/cvm

novas ações EMBR3 parece estar em linha com a estratégia de investimento historicamente adotada pelo Sr. Julio Bozano. Como acima exposto, a atratividade do investimento em EMBR3 pode ter se elevado em razão das dificuldades enfrentadas pela concorrente *Bombardier* e pela posterior parceria entre a companhia canadense e a *Airbus*, o que incentivaria a Embraer e a Boeing Co. a traçarem estratégias para reforçar suas capacidades competitivas.

84. Com relação ao segundo tópico “(b)”, não se pode afirmar que, na ausência de outros elementos indiciários, o simples sucesso do investidor sobre a expectativa de valorização do ativo EMBR3 justificaria uma condenação por *insider trading*. Como acima explicado, entendo que existem contrarrazões suficientes para colocar em dúvida a tese acusatória, de modo que não restou comprovado o acesso e a utilização de informação privilegiada pelo Sr. Julio Bozano e pela Cia Bozano.

III. Conclusão

85. Pelo exposto, acompanhando as conclusões do Diretor Relator, voto pela:

- (i) **Absolvição** da Cia Bozano e do Sr. Julio Bozano da acusação de uso indevido de informação privilegiada (art. 155, §4º da Lei no 6.404/76, c/c com o art. 13, §1º da Instrução CVM nº 358/02); e
- (ii) **Absolvição** do Sr. Sérgio Eraldo da acusação de violação do dever de sigilo de informações relevantes da Embraer, em momento anterior à divulgação de Fato Relevante de 21/12/2017 (art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76).

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2024.

João Pedro Nascimento
Presidente