



**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 05/2014**

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.011659/2019-39)

Reg. Col. nº 0308/2016

**Acusados:**

Achilles Balsini  
Bernardo Werther de Araújo  
Fabio Deslandes  
Fernando Henrique Frare Bertin  
Francisco Borges de Souza Dantas  
Francisco Eduardo de Souza Dantas  
RAV 13 Administrações e Participação Eireli, sucessora  
de GEB Participações e Administração S.A.  
Lars Fuhrken Batista  
Leonardo Brunet Mendes de Moraes  
Marcelo dos Reis de Moraes  
Marco Aurélio Virzi  
Normandia Investimentos Ltda., sucessora de Marlin  
Gestão de Recursos Ltda.  
Renato André Vodovoz  
Sérgio Savelli de Menezes

**Assunto:**

Apurar a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado em negócios com ações de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., em infração ao disposto no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

**Diretor-Relator:** Henrique Machado

**VOTO**

**I. OBJETO E ORIGEM**

1. Como relatado, o presente PAS<sup>1</sup> apura se um grupo de investidores realizou negócios com ações de emissão da CCX de posse de informação privilegiada sobre fato relevante divulgado ao mercado após o encerramento do pregão da BM&F de 21.01.2013, que anunciou a decisão do acionista controlador da Companhia de cancelar

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste voto.



## 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

o seu registro de companhia aberta perante esta Autarquia, mediante a aquisição de até 100% das ações em circulação no mercado<sup>2</sup>.

2. Após receber informações do autorregulador de que, previamente à divulgação do FR, teria havido uma oscilação atípica nos preços, quantidades e volumes negociados do papel, a GMA-1 analisou os negócios realizados naquele período e identificou indícios de uso de informação privilegiada por um grupo de comitentes, propondo que os fatos fossem apurados por meio de inquérito administrativo.

3. Instruído o feito, a SPS e a PFE apresentaram acusação contra Lars Batista, Achilles Balsini, Marco Virzi, RAV 13, Renato Vodovoz, Francisco Dantas, Francisco Eduardo, Leonardo Brunet, Sérgio Savelli, Normandia Investimentos, Bernardo Araújo, Marcelo Moraes, Fernando Bertin e Fabio Deslandes, pela realização de negócios com CCXC3 na posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em infração ao § 4º<sup>3</sup> do art. 155 da Lei nº 6.404/1976, c/c § 1º<sup>4</sup> do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

## II. ALEGAÇÕES PRELIMINARES

### II.1. LEONARDO BRUNET E SÉRGIO SAVELLI

4. Leonardo Brunet e Sérgio Savelli arguíram, preliminarmente, a nulidade do processo devido à inobservância do procedimento de manifestação prévia determinado pela Deliberação CVM nº 538/2008, posto que, ao contrário de outros Acusados<sup>5</sup>, a eles não foi enviado qualquer ofício solicitando esclarecimentos sobre suas operações com ações de emissão da CCX.

---

<sup>2</sup> Renato Vodovoz e RAV 13 também são acusados da mesma conduta, em relação a fato relevante divulgado pela Companhia em 19.06.2013.

<sup>3</sup> § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>4</sup> Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

<sup>5</sup> Conforme ofício às fls. 76-77; 82; 132-133; 267; 934-935; 805-810; 854; 917.



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

5. Aduzem que somente lhes foram solicitadas manifestações prévias verbais, por meio de ligação telefônica (CD – fls. 1081), sem indicação da existência ou do teor da investigação em curso, e sem que lhes fosse informado o objetivo específico da ligação e a que título estavam sendo ouvidos, se como colaboradores, testemunhas ou investigados. Acrescentam que, em função disso, não lhes teria sido dada a oportunidade de relembrar os fatos e de buscar notações e documentos pertinentes às operações questionadas, tratando-se, assim, essa entrevista, de uma prova ilícita, na medida em que teria provocado interpretações equivocadas quanto aos fatos e informações narrados nas respostas dadas aos questionamentos.

6. Segundo alegam, a ausência de chamamento ao processo pela via regular, de depoimento ou prestação de informações, teria violado os seus direitos constitucionais a uma ampla defesa e ao devido processo legal, além de contrariar as disposições do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, à época vigente, que determinava, como condição prévia à formulação de uma acusação, que houvesse solicitação formal ao investigado, para que se manifestasse sobre os fatos investigados.

7. Não assiste razão aos Acusados.

8. Conforme já me manifestei no voto que proferi como Diretor-Relator do PAS CVM nº 14/2010, julgado em 03.03.2020, *“a fase pré-sancionadora possui caráter investigativo, sendo a coleta de provas intrínseca à natureza do procedimento em benefício da efetividade da fiscalização, destacadamente quando não há sequer convicção formada pela Administração Pública quanto à ocorrência de infrações administrativas e à autoria, não cabendo exigir-se necessariamente, naquela fase, a indicação expressa dos eventuais e futuros Acusados”*.

9. No mesmo sentido, o entendimento do STF:

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento consubstancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa. (RE 304.857/RJ, Relator Min. Marco Aurélio, DJE 05.02.2010).

10. Dessa forma, o entendimento consolidado deste Colegiado é que a obtenção de esclarecimentos dos investigados na fase instrutória, acerca dos fatos a serem descritos na peça acusatória, busca melhorar o nível probatório dos processos administrativos, evitando acusações sem substância e auxiliando a área técnica a formar sua convicção sobre as eventuais irregularidades. Ela não confere um direito subjetivo aos indiciados nem se consubstancia em uma defesa prévia, conforme também destacou o Diretor Otávio Yazbek, no voto proferido no julgamento do PAS CVM nº SP2011/0233, em 25.03.2014:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

(...) aqui vale, novamente, esclarecer com que finalidade foi concebido o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, qual seja, proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM. Com efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia.

11. Além disso, verifico que os Acusados exerceram plenamente o seu direito à ampla defesa, como demonstram os documentos acostados às fls. 1.574 a 1.612, por meio dos quais contestaram todas as provas e argumentos veiculados na peça acusatória. Afasto, portanto, a hipótese de ocorrência de nulidade deste processo sancionador suscitada por Leonardo Brunet e Sérgio Savelli.

12. Por fim, apesar de não reconhecer a alegada nulidade do processo, impende consignar a irregularidade do procedimento adotado pela Acusação no caso concreto. Com efeito, a coleta de informações preliminares por telefone já foi analisada<sup>6</sup> por este Colegiado, oportunidade em que se consignou a necessidade de que o procedimento siga determinadas formalidades, inclusive a exata descrição do objeto da investigação, e o fato de que as informações obtidas dessa forma não dispensam o depoimento pessoal ou manifestação prévia dos Acusados, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, à época vigente, e do art. 5º da ICVM 607/2019.

## II.2. NORMANDIA INVESTIMENTOS

13. Conforme descrito no Relatório, a Normandia Investimentos (atual denominação da Marlin Gestão) protocolou defesa afirmando que, apesar da antiga denominação da Normandia Investimento Ltda. ser Marlin Gestão de Recursos Ltda., ela não seria sucessora de seus direitos e obrigações e não poderia ser responsabilizada por ter o mesmo número de inscrição no CNPJ.

14. Destaca que (i) a Normandia não sucedeu a posição de gestora em qualquer fundo de investimento da Marlin Gestão; (ii) seu responsável pela administração de carteira não era a mesma pessoa da época dos fatos; (iii) a sede social foi alterada; e (iv) o quadro social é totalmente distinto do anterior, uma vez que mudaram-se os sócios.

15. Argumenta que a CVM já teria se manifestado no sentido de que, quando há alteração do controle da sociedade, a responsabilidade pelos fatos ocorridos pela

---

<sup>6</sup> PAS CVM nº 25/2010, julgado em 4 de julho de 2017.



#### 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

sociedade pode ser afastada, ao contrário do que acontece quando há mera alteração da denominação social e do objeto<sup>7</sup>.

16. O argumento de defesa não deve prosperar.

17. Com efeito, conforme reconhecido pela acusada, não se trata aqui de uma sucessão da pessoa jurídica. A rigor, a mesma pessoa jurídica alterou sua denominação social de Marlin para Normandia Investimentos, fato que não tem qualquer repercussão na responsabilidade da pessoa jurídica. Aliás, a alteração da sede social também é fato irrelevante para esse fim.

18. Quanto ao responsável pela administração de carteira, destaca-se que este processo perquire também a responsabilidade do diretor responsável pela atividade de administração da carteira à época dos fatos. A posterior alteração do diretor responsável pela administração de carteira também não elide a eventual responsabilidade da pessoa jurídica.

19. Noutro ponto, a jurisprudência desta comissão resta consolidada no sentido de que a alteração de controle não deve extinguir a punibilidade de pessoas jurídicas<sup>8</sup>. Destaco, por sua pertinência, excerto do voto do então Diretor Otávio Yazbek no julgamento do PAS CVM nº RJ2007/14708, ainda em 18.10.2010:

“[N]ão posso concordar com os fundamentos de que se valeu o SMI para absolver a Intra, em sede preliminar. Isto porque a alienação do controle da corretora não deve, em nenhuma hipótese, implicar extinção da punibilidade. Admitir tal tese é o mesmo que jogar por terra toda a racionalidade por trás da constituição da pessoa jurídica como centro de imputação de responsabilidades independente da figura dos sócios. Por consequência, é igualmente inadequado imaginar que, no limite, a CVM deva orientar sua atuação pela manutenção do quadro societário do participante do mercado, sob o argumento de que, ao contrário, a aplicação da penalidade seria ‘injusta’ ou ‘irrazoável’ (...). E, ao contrário do que alegou a defesa (...), a tese da extinção da punibilidade por alienação do controle do ente administrado não prevalece na autarquia, sendo hoje posição isolada (...)”

<sup>7</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19/1998, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 25.01.2001.

<sup>8</sup> Diversos precedentes do Colegiado da CVM tratam da extinção da punibilidade por extinção ou alteração de pessoa jurídica em razão de incorporação e extinção de punibilidade de pessoa jurídica por alienação de controle. Sobre o tema, cf. PAS CVM RJ2007/14708, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. em 18.10.2010, PAS CVM RJ2012/9490, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 10.3.2015; PAS CVM 04/2012, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 25.11.2014; PAS CVM 14/2003, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 15.5.2007 e PAS CVM 15/2002, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 21.8.2007; PAS CVM 01/2011, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 27.2.2018; PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 9.6.2020.



### 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

20. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) também já se manifestou sobre a matéria, inclusive destacando a diferença de tratamento dada ao assunto pelo Banco Central do Brasil, no âmbito das intituladas transferências qualificadas de controle. Transcreve-se<sup>9</sup>:

Não há na legislação ou em qualquer norma emitida pelo Conselho Monetário Nacional qualquer referência a que a ocorrência de tal transferência de controle dê ao adquirente qualquer imunidade ou anistia com relação às obrigações existentes antes de tal negócio. O que pode ocorrer é que o BCB, utilizando-se de sua discricionariedade, assim como aplicando princípios gerais do direito administrativo, como a razoabilidade e a proporcionalidade, pode deixar de aplicar sanções à instituição, aos novos controladores e seus novos administradores justamente como parte do processo de reabilitação da instituição financeira.

19. Em razão desses dois elementos, primeiro, o de que não existe previsão legal para a isenção de responsabilidade no processo de transferência qualificada, assim como a possibilidade de aceitação do poder discricionário do BCB em tais casos, que o CRSFN apresenta decisões ora repelindo tal isenção, como no Recurso 6009, julgado em 20 de março de 2005, citado no Parecer PGFN/CAF nº 815/2006, ora admitindo tal imunidade, como nos Recursos 05954, 11178, 06198 e 10871. O que os casos aqui mencionados nos quais tal isenção foi admitida têm em comum é o fato de serem processos oriundos do BCB. No caso de processos oriundos da CVM, não existe qualquer autorização na Lei da CVM para [que] tal agência deixe de cumprir seu dever de fiscalizador em razão da identificação de uma crise econômico-financeira na instituição objeto de uma investigação. Seria efetivamente absurdo admitir tal possibilidade. Seria como imaginar que, eventualmente, uma instituição financeira sujeita a uma transferência qualificada de controle eventualmente ganhasse uma imunidade contra qualquer dívida tributária, por violação dos direitos dos consumidores, por violação a regras ambientais, ou qualquer outro tipo de punição administrativa à qual estivesse sujeita.

21. Por fim, importa consignar que muito antes do início da alteração do quadro de sócios da gestora, em 27.5.2014, esta CVM já havia intimado<sup>10</sup> a Marlin (atualmente denominada Normandia Investimentos) e seu diretor responsável para se manifestarem sobre a decisão de investimento nas operações de compra de CCXC3 apuradas neste processo, assim como a informar se durante o período em que ocorreram as operações

<sup>9</sup> Recurso 8550, Rel. Cons. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, sessão realizada nos dias 23 e 24 de fevereiro de 2016 (388ª sessão), referente ao PAS CVM nº 14/2001.

<sup>10</sup> Ofício/CVM/GMA-1/nº048/13 de 2 de julho de 2013 (fl. 82). Resposta às fls. 83/86.





### 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

alguém recebeu indicação ou informação sobre a Companhia. A portaria de instauração do inquérito, em 24 de março de 2014, também é anterior ao início da mencionada alteração do quadro social.

22. Por esses motivos, rejeito a preliminar suscitada.

### III. MÉRITO

23. As investigações que levaram à presente Acusação foram motivadas pela identificação de oscilações atípicas nos preços, quantidades e volumes de negociação das ações de emissão da CCX, nos pregões da Bovespa de 17 a 21.01.2013, previamente à divulgação da informação sobre a intenção de E.B., acionista controlador da Companhia, de adquirir as ações em circulação no mercado e cancelar o seu registro de companhia aberta, divulgada após o encerramento do pregão do dia 21.

24. As oscilações atípicas indicariam que, naqueles pregões, a informação teria vazado entre participantes do mercado, que realizaram operações com ações CCXC3 em sua posse e antes de sua divulgação ao público.

25. Observo, inicialmente, ser incontroversa a relevância da OPA de fechamento de capital da CCX e de seu potencial de impactar as cotações dos valores mobiliários emitidos pela Companhia e a decisão dos investidores em negociá-los, sendo, justificadamente, um dos exemplos de fatos potencialmente relevantes descritos no art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.

26. A ausência de tempestividade na divulgação da intenção do controlador em fechar o capital da Companhia foi objeto do PAS CVM nº RJ2013/10321, julgado em 18.03.2015. Assim como fez, naquela ocasião, o Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, no presente caso, o Relatório de Inquérito traz a cronologia dos fatos que antecederam a publicação do FR, com base nas informações prestadas pela Companhia (fls. 49-51).

27. Em síntese, em 10.01.2013, a possibilidade de fechamento do capital da CCX foi tratada em reunião de E.B. com seus assessores jurídicos e financeiros e, em 16.01.2013, o assunto foi discutido com membros da administração da Companhia.

28. Em 17.01.2013, data de início das oscilações atípicas, foi realizada nova reunião entre o acionista controlador e seus assessores jurídicos e financeiros para definir as características da OPA e discutir os pontos que seriam objeto de esclarecimento junto à área técnica da CVM. Por fim, em 21.01.2013, apresentação e discussão da operação na CVM, junto à SRE, e, após o encerramento do pregão, publicação do FR.



#### 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

29. Em vista dessa cronologia, estou de acordo com a conclusão a que chegou o Diretor-Relator, em seu voto no PAS CVM nº RJ2013/10321, *“de que as reuniões havidas nos dias 10, 16, 17 e 21 de janeiro de 2013, (...) refletem a nítida intenção do controlador de realizar a OPA, pois ao se reunir sucessivamente com administradores da CCX e com assessores financeiros e jurídicos ele manifestou sua real intenção de promover o fechamento de capital da Companhia, operação que foi se tornando cada vez mais concreta com o transcorrer dos dias.”*

30. O Relatório de Inquérito também analisa os parâmetros de negociação da ação CCXC3 nos pregões que antecederam a publicação do FR. Em 16.01.2013, sua cotação chegou a R\$ 1,90, próxima da menor cotação histórica, de R\$ 1,83, registrada em 23.11.2012. Porém, ao longo dos três pregões seguintes, 17, 18 e 21.01.2013, a ação se valorizou rapidamente, chegando a R\$ 3,13 no fechamento do pregão do dia 21, com valorização de 64,74% em relação à cotação de fechamento do dia 16.

31. Com a divulgação do FR, que informou que o preço por ação na OPA seria de R\$ 4,31, a cotação foi a R\$ 3,95 na abertura do pregão de 22.01.2013, com valorização de 26% em relação à cotação de fechamento do pregão anterior, de R\$ 3,13.

32. O volume financeiro total negociado de CCXC3 nos pregões de 17, 18 e 21.01.2013 foi de R\$ 21,7 milhões, quase sete vezes o montante de R\$ 3,2 milhões, negociado nos três pregões anteriores, de 14 a 16.01.2013.

33. Do mesmo modo, enquanto a quantidade diária média negociada até 16.01.2013 foi de apenas 361.673 ações, sem ultrapassar, em qualquer pregão, o número de um milhão de ações negociadas, nos pregões dos dias 17, 18 e 21.01.2013 foram negociadas, respectivamente, 1.154.900, 1.880.900 e 5.379.100 ações.

34. Essas oscilações também foram objeto de análise no mencionado PAS CVM nº RJ2013/10321, tendo o Diretor-Relator considerado como *“cabalmente comprovada nos autos a ocorrência de oscilações atípicas com as ações de emissão da CCX, ocorridas a partir de 17.01.13”*.

35. Esta conclusão foi amparada no *“(i) incremento da quantidade de negócios e o volume financeiro envolvendo as ações ordinárias da CCX, indicando baixíssima probabilidade estatística — menor que 0,3% — de a negociação de CCXC3 atingir tal aumento entre 17 e 21.01.13, e (ii) a reversão da trajetória de queda acumulada das ações da Companhia de -11,23% entre 08 e 16.01.13, que se altera para +5,26%, +8,00% e +46,26% em 17, 18 e 21.01.13, respectivamente, o que representou + 59,52% de incremento na cotação do ativo”*.

36. A presença dessas oscilações atípicas, consideradas pelo Diretor-Relator como *“aptas a alertar o controlador e os administradores sobre um possível vazamento das tratativas, a partir de 17 de janeiro de 2013”*, impunha que a Companhia informasse ao mercado sobre as discussões em andamento sobre o fechamento de





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

capital da Companhia. Na medida em que essa providência não foi efetivada e que somente após o encerramento do pregão de 21.01.2013 procedeu-se à divulgação das informações, o acionista controlador e alguns administradores da CCX foram condenados, no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/10321, por infração ao art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002<sup>11</sup> c/c o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976<sup>12</sup>.

37. Do exposto, chego à mesma conclusão a que chegou o Colegiado no julgamento citado, de que, a partir do dia 10.01.2013, o acionista controlador da CCX já havia exposto e discutido com um conjunto de assessores jurídicos e financeiros sua intenção firme de realizar uma OPA de fechamento de capital, e que as tratativas sobre a operação vazaram entre participantes do mercado a partir do pregão de 17.01.2013, em vista das oscilações atípicas dos parâmetros de negociação de CCXC3 ocorridas a partir desta data. Tem-se como inequívoco, assim, que houve negociação de ações de emissão da Companhia mediante a utilização de informação privilegiada no período analisado pela Acusação.

38. A questão de mérito do presente processo versa, dessa forma, sobre a identificação e responsabilização de quem teria usado informação privilegiada em negócios com ações de emissão da CCX, nos pregões dos dias 17, 18 e 21.01.2013. A SMI analisou os negócios realizados e, após a aplicação de uma série de filtros, formou convicção de que, entre todos os comitentes no período, haveria indícios suficientes de uso de informação privilegiada pelos que restaram acusados neste processo.

39. Nenhum dos Acusados ocupava, à época de suas operações, funções ou cargos na Companhia, não tendo, também, participado das discussões prévias à divulgação do FR que definiram os contornos da OPA. A proibição ao uso indevido de informação privilegiada por esses agentes, chamados de *insiders* secundários<sup>13</sup> ou de mercado, resta estabelecida no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e regulamentada no art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, *in verbis*:

---

<sup>11</sup> Parágrafo único – As pessoas mencionadas no *caput* [acionistas controladores e administradores] ficam obrigadas a, diretamente, ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

<sup>12</sup> § 4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

<sup>13</sup> *Insiders* primários, por sua vez, são caracterizados por sua proximidade ou relação de fidúcia com a sociedade. Além dos próprios administradores, outros *insiders* primários são, no teor do art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002, a própria companhia aberta, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.



## 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

Art. 155, §4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Art. 13, §1º. A mesma vedação [de negociar com valores mobiliários] aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

40. Do dispositivo legal, verifica-se ser necessária a presença dos seguintes elementos para a caracterização do *insider trading*: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público, (ii) a posse da informação pelo agente e (iii) a sua efetiva utilização na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida<sup>14</sup>.

41. O dispositivo regulamentar, por sua vez, se limita a vedar a negociação por quem quer que tenha conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, estabelecendo, dessa forma, a presunção de que, ao negociarem, os *insiders* utilizam a informação privilegiada que possuem com a finalidade de obter vantagem. Trata-se da presunção de uso da informação, presunção relativa, *juris tantum*, que pode se desfazer em favor do investidor, caso ele elucide os motivos que o levaram a realizar a operação questionada, demonstrando que a decisão de negociar não decorreu da posse da informação.

42. O texto regulamentar não estabelece, porém, uma presunção de acesso à informação pelos *insiders* secundários, como o faz no *caput*<sup>15</sup> do art. 13 para os *insiders*

---

<sup>14</sup> V. PAS CVM n° RJ2015/9443, j. 04.06.2019; PAS CVM n° 26/2010, j. 27.11.2018; PAS CVM n° RJ2015/13651, j. 20.02.2018; PAS CVM n° RJ2014/3401, j. 05.12.2017; PAS CVM n° RJ2016/5039, j. 26.09.2017; PAS CVM n° RJ2014/3225, j. 13.09.2016; PAS CVM n° RJ2011/3823, j. 09.12.2015; PAS CVM n° RJ2013/2714, j. 07.10.2014; PAS CVM n° 13/09, j. 13.12.2011; PAS CVM n° 15/04, j. 07.07.2009; PAS CVM n° 24/05, j. 07.10.2008; PAS CVM n° 04/2004, j. 28.06.2006; e PAS CVM n° 17/2002, j. 25.10.2005. No mesmo sentido, embora desdobrando o último elemento em dois (utilização da informação e finalidade de auferir vantagem), TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 453-4717.

<sup>15</sup> Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.



### 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

primários, para os quais, pela proximidade ou relação de fidúcia com a companhia, também se presume o conhecimento prévio das informações relevantes da sociedade, antes de sua divulgação ao público<sup>16</sup>.

43. Cabe, portanto, à Acusação, em negociações realizadas por *insiders* secundários previamente à divulgação de uma informação relevante sobre a Companhia, provar a posse da informação pelos mesmos, pois somente a partir daí se opera contra eles a presunção de que negociaram com o intuito de obter vantagem indevida<sup>17</sup>.

44. No presente caso, frente à ausência de prova direta do acesso à informação, a Comissão de Inquérito vale-se da prova indiciária, relacionando, para cada um dos Acusados, um conjunto de indícios que comprovaria que suas negociações com CCXC3, previamente à divulgação do FR, foram feitas com a ciência prévia da operação de cancelamento de registro.

45. Com efeito, nos termos do entendimento consolidado deste Colegiado<sup>18</sup>, confirmado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional<sup>19</sup>, os casos de *insider trading* podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que afastem eventuais elementos em sentido contrário trazidos pelas defesas. Não se exige, portanto, conforme entendimento pacífico desta Autarquia<sup>20</sup>, a prova direta do elo entre

---

<sup>16</sup> Sobre as presunções estabelecidas pela Instrução CVM nº 358/2002, v. PAS CVM nº RJ2015/13561, j. 20.02.2018, voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez. No mesmo sentido, GONZALEZ, Gustavo Machado. “O Regime de Presunções da Instrução CVM nº 358/2002: Análise Crítica”. In: YARSHELL, Flávio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). Processo Societário: Volume III, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 241-279.

<sup>17</sup> A respeito dos elementos caracterizadores do *insider trading* e das presunções que a norma regulamentar da CVM estabeleceu, v., entre outros, os votos condutores do PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº RJ2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 18.01.2018; e PAS CVM nº RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018.

<sup>18</sup> PAS CVM nº RJ2013/10579, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 10.03.2015; PAS CVM nº RJ2014/3225, diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13.09.2016; PAS CVM nº 25/2010, diretor relator Henrique Machado, j. em 04.07.2017; e PAS CVM nº RJ2016/5039, diretor relator Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26.09.2017.

<sup>19</sup> O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ao apreciar o recurso da decisão do PAS 24/2005, em 23.2.2013 (Recurso nº 12.358), asseverou que: “a configuração do ilícito de *insider* não depende necessariamente da prova do acesso à informação, exigindo-se, no entanto, uma pluralidade de indícios que denotem que a negociação se deu com base em informação privilegiada”.

<sup>20</sup> No mesmo sentido, vide como exemplo os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 10/08, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 23.11.2010, 11/08, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.8.2012, e RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 21.7.2015.



## 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  
www.cvm.gov.br

um acusado de *insider trading* e a informação privilegiada, desde que seja possível concluir das demais provas dos autos que houve acesso à informação<sup>21</sup>.

46. No caso em apreço, os indícios relacionados pela Acusação para comprovar a posse, pelos Acusados, da informação sobre a OPA referem-se (i) aos vínculos sociais ou profissionais existentes entre eles ou entre alguns deles e a Companhia, seu controlador ou os assessores que participaram das tratativas sobre a OPA, (ii) à atipicidade de suas operações, face aos seus perfis de negociação no mercado, (iii) ao *timing* dos negócios realizados anteriormente à divulgação do FR e (iv) à ausência de fundamentação e às contradições presentes nas justificativas por eles apresentadas para a realização das operações.

47. Em vista desses elementos e dos argumentos de defesa, apresento meu entendimento a seguir, para cada um dos Acusados, sobre se seus negócios com CCXC3 nos dias 17, 18 e 21.01.2013 foram feitos com conhecimento prévio do FR divulgado em seguida e, sendo o caso, se algum argumento de defesa afasta a presunção de que a negociação foi feita visando obter vantagem indevida da posse da informação.

48. Para fins de melhor sistematização do voto, em certos casos agruparei os Acusados da mesma forma que a Relatório de Inquérito o faz, em função dos vínculos identificados entre eles.

### III.1. LARS BATISTA E ACHILLES BALSINI

49. Lars Batista e Achilles Balsini, por meio da corretora XP, adquiriram lotes de CCXC3 em 21.01.2013, tendo o primeiro comprado 21.800 ações por R\$ 50.453,00, vendidas no mesmo dia com lucro de R\$ 14.947,00, e o segundo 193.000 ações por R\$ 483.714,00, que vendeu entre 26 e 28.02.2013 pelo total de R\$ 766.500,00, com lucro de R\$ 282.786,00.

50. À época dos fatos ambos eram domiciliados em Florianópolis e, entre 2012 e 2014, foram sócios em quatro sociedades empresárias. Suas defesas tentam minimizar a proximidade entre os dois, alegando que as empresas Wotan e Superfoods foram constituídas em 01.07.2013, meses após a divulgação do FR, e que a Landser estaria inativa à época, mas não posso deixar de considerar que a sociedade nessas diferentes empresas comprova um histórico de relacionamento entre ambos, em período próximo ou concomitante ao investigado no presente processo.

---

<sup>21</sup> Cabe mencionar, neste sentido, a decisão do Diretor Marcos Barbosa Pinto, proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº24/2005, julgado em 7.10.2008: “o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida”.



#### 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

51. Além disso, mesmo desconsiderando-se as três sociedades supracitadas, Lars Batista e Achilles Balsini, à época de suas operações, eram sócios na B&B Consultoria, constituída em 16.03.2012 e ainda ativa quando da apresentação do Relatório de Inquérito. Também chama a atenção, conforme apurado pela Comissão de Inquérito, que os recursos financeiros utilizados por Achilles Balsini na compra das ações CCXC3 em 21.01.2013 não estavam disponíveis em sua conta corrente pessoal, mas foram originados pelo resgate do valor de R\$ 485.000,00, no dia da operação, de um fundo de investimento mantido pela B&B Consultoria (fls. 1261-1275).

52. Todo esse quadro demonstra uma grande proximidade entre os dois Acusados e lança suspeita sobre o fato de ambos terem adquirido lotes de CCXC3 no pregão de 21.01.2013, ao fim do qual foi anunciado o FR que provocou um aumento considerável na cotação do papel.

53. O primeiro elemento apontado pela Acusação, a favor da tese de que Lars Batista teria tido acesso prévio à informação sobre a OPA, é o fato de ele ser irmão de E.B., acionista controlador da CCX, tendo ocupado o cargo de diretor de TI do Grupo EBX, no qual prestava serviços para as empresas do grupo, entre elas a CCX.

54. Para a Comissão de Inquérito, Lars Batista também teria vínculos com L.A.C., um dos assessores financeiros que tiveram acesso prévio às informações divulgadas no FR, pois entre 2008 e 2012 ambos integraram o conselho de administração da Ideiasnet, investida da EBX, o segundo como membro efetivo e Lars como seu suplente. Em 30.04.2012, com o fim do mandato de L.A.C., o acusado passou a ocupar sua cadeira como membro efetivo.

55. O Relatório de Inquérito também aponta vínculos entre ele e o acusado Bernardo Araújo, que também integrou o conselho de administração da Ideiasnet, tendo ambos sido eleitos na mesma reunião do órgão, em 11.08.2011.

56. Em vista do exposto, a Acusação concluiu que Lars Batista tinha, à época dos fatos, uma grande proximidade com a fonte da informação que seria divulgada ao final do dia 21.01.2013, possuindo relacionamento relevante com pessoas que tinham acesso à informação privilegiada, bem como com a Companhia que seria diretamente afetada pela mesma.

57. Os vínculos supracitados, no entanto, não me parecem comprovar o grau de proximidade de Lars com a informação, vislumbrado pela Acusação. Aponto, primeiramente, que não se demonstrou qualquer relação entre as atividades por ele desempenhadas como Diretor de TI da empresa EBX, holding do Grupo X, e a condução dos negócios da CCX, em particular as relacionadas às tratativas para o fechamento de seu capital, anteriores à divulgação do FR. Ademais, quanto às suas atividades na EBX, o acusado trouxe aos autos documentos e declarações no sentido de





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que a partir do segundo semestre de 2012 passou a se submeter a tratamento de saúde que o manteve afastado de suas atribuições.

58. Por sua vez, a suposta proximidade entre Lars Batista e L.A.C. e Bernardo Araújo está amparada apenas no fato de que os três integraram o Conselho de Administração da sociedade Ideiasnet, mas isso teria se dado muitos meses antes da divulgação do FR e não de forma concomitante, na qualidade de membros efetivos.

59. Em relação ao relacionamento de Lars Batista com seu irmão E.B., registro, de plano, que não considero ser sinal de proximidade entre os dois, como entende a Acusação, o fato de Lars ter contratado, para patrociná-lo no presente processo, o mesmo escritório de advogados que, quase dois anos antes, participou da formação jurídica da OPA. Também não consta dos autos qualquer troca de informação entre os irmãos sobre os negócios da CCX ou de outra companhia do grupo que indicasse alguma interlocução frequente ou mesmo pontual sobre os assuntos do Grupo X.

60. Resta, portanto, a ligação familiar entre os dois, o que, reconheço, era uma potencial via de acesso às informações da Companhia, entre elas a que foi divulgada em 21.01.2013, via esta que também chega a Achilles Balsini, por suas ligações com Lars Batista. Porém, conforme já decidido por este Colegiado, relações de parentesco ou de amizade isoladamente consideradas não são suficientes para comprovar o repasse de informação privilegiada<sup>22</sup>.

61. Tais relações podem ser indícios sobre uma possível ciência da informação por quem negociou com as ações, mas necessitam ser somadas a outros elementos para a formação de convicção sobre a prática do ilícito, como, por exemplo, a atipicidade dos negócios realizados pelo comitente e sua coincidência temporal com a divulgação do fato relevante, inconsistências nas justificativas dadas para a operação, eventuais gravações das ordens passadas para o intermediário, entre outras.

62. Nesse sentido, assiste razão à Acusação ao destacar o *timing* das aquisições de CCXC3 por Lars Batista e de Achilles Balsini, realizadas em 21.01.2013, antes da publicação do FR, bem como a atipicidade desses negócios, frente ao histórico de investimento em bolsa apresentado por ambos.

63. No período analisado pela Comissão de Inquérito, que se iniciou em 01.01.2012, Lars Batista, antes de adquirir o lote de 21.800 ações na manhã de 21.01.2013, negociou na Bovespa em apenas três pregões em 2012 (27.09, 05.10 e 28.12.2012), sempre na ponta vendedora, desfazendo-se de ações recebidas como parte de sua remuneração no Grupo X, inclusive CCXC3. A aquisição de 21.01.2013 foi, portanto, patentemente atípica, face à sua atuação prévia na bolsa.

---

<sup>22</sup> PAS CVM nº 13/2000, j. 17.4.2002; PAS CVM nº 11/2008, j. 21.8.2012; PAS CVM nº RJ2011/2789, j. 28.08.2012; PAS CVM nº RJ2013/1730, j. 18.08.2015.





**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  
www.cvm.gov.br

64. Achilles Balsini, por sua vez, entre janeiro de 2012 e junho de 2013 realizou operações com ações de emissão de outras dez companhias. Porém, como levantou a Comissão de Inquérito, nas operações com esses papéis ele investiu, em média, um montante de R\$ 8.282,25, valor muito abaixo dos R\$ 483.714,00 que dispendeu adquirindo CCXC3 em 21.01.2013.

65. Em sua defesa, Achilles tenta demonstrar ser investidor contumaz e experiente, aduzindo para isso sua atuação no mercado de minicontratos futuros de Ibovespa entre 2011 e 2012. No entanto, além de ter negociado, nesses contratos, valores bem inferiores à da operação aqui investigada, trata-se de mercado com características distintas do mercado à vista. Em termos de seu histórico neste último, não há como deixar de considerar sua aquisição de CCXC3, em vista do montante investido e de ser a sua primeira compra do papel, como completamente atípica.

66. Os dois acusados tentam justificar as aquisições de 21.01.2013 com base em um suposto acompanhamento de informações veiculadas na imprensa sobre os negócios da CCX, desde a abertura de seu capital, em maio de 2012. Segundo alegam, ao longo de todo esse ano, acompanharam as sucessivas notícias na imprensa relatando a intenção da Companhia em vender ativos ou celebrar negócio com parceiro estratégico. Da mesma forma, citam notícias que circularam na mídia sobre a possibilidade da holding EBX fechar o capital de empresas do Grupo, como a OSX e a CCX.

67. Em virtude desse acompanhamento, alegam ter se atentado para a forte valorização na cotação e no volume de negociação de CCXC3 a partir de 17.01.2013, o que indicaria a provável divulgação de alguma transação envolvendo a Companhia, como seria usual em empresas do Grupo X, em que operações societárias seriam antecedidas por rumores e aumento de negociação de suas ações.

68. Aduzem que essa também foi a leitura de muitos investidores que adquiriram ações após aquela data, acrescentando que, após o encerramento do pregão de 18.01.2013, o portal InfoMoney informou a elevação de 15% da cotação da ação desde 17.01 (fls. 3.112-3.118). Achilles Balsini cita, também, matéria publicada no mesmo veículo em 22.01.2013, após a divulgação do FR, informando a alta de 64,45% na cotação nos três pregões anteriores e trazendo declaração de analista de mercado, de corretora distinta daquela dos acusados, de que teria recomendado a seus clientes a compra do papel em 18.01, com base em análise gráfica (fls. 3.120-3.123).

69. Alegam, ademais, que as oscilações dos parâmetros de negociação de CCXC3 a partir de 17.01.2013 demonstrariam que, na ocasião, informações relevantes da Companhia estariam disseminadas no mercado, com vários investidores fazendo as suas apostas, não se podendo falar em acesso a ela de forma privilegiada. Citam a favor dessa tese o já mencionado resultado do julgamento do PAS RJ2013/10321, onde se concluiu pela ocorrência de oscilações atípicas com as ações, a partir de 17.01.2013.



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

70. Sobre esse último argumento, cabe esclarecer que o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002, cujo descumprimento foi apurado naquele PAS, traz duas hipóteses ensejadoras da obrigação de divulgação de informação relevante pelos administradores, (i) a informação escapar ao controle, pela presença de notícias na imprensa ou rumores disseminados pelo mercado, ou (ii) ocorrerem oscilações atípicas nos parâmetros de negociação<sup>23</sup>.

71. Ocorrendo a primeira hipótese, não haveria mais que se falar em negociação com informação privilegiada, pois ela já teria se disseminado pelo mercado, devendo a informação ser divulgada para colocar todos os participantes no mesmo nível informacional<sup>24</sup>. Porém, este não foi o caso do PAS RJ2013/10321 e não é o do presente processo, pois os autos não trazem qualquer notícia do vazamento ao público da informação sobre a OPA, havendo apenas a notícia do portal InfoMoney de 18.01.2013 sobre o aumento da cotação da ação.

72. Por outro lado, no caso da ocorrência de oscilação atípica, a informação não estaria disseminada no mercado, como alegam os Acusados, mas possivelmente de posse de *insiders*, sendo a finalidade da divulgação justamente evitar ou interromper eventuais negociações realizadas por pessoas em posse de informação privilegiada.

73. Descartada a hipótese de que a informação sobre a OPA estava circulando pelo mercado desde 17.01.2013, não posso concordar com as justificativas apresentadas por Achilles Balsini para adquirir significativa posição em CCXC3. O acusado não tinha, à época, qualquer histórico de negociação com a ação que pudesse amparar sua alegação de que acompanhava a longo prazo os negócios da Companhia e o comportamento da ação no mercado.

74. Também não lhe ajuda o fato de muitos investidores terem operado com CCXC3 no período, motivados pela oscilação do papel. Nesse sentido, o autorregulador, a área técnica da CVM e também a Comissão de Inquérito, por meio das ferramentas de análise que dispõem, identificaram, dentre esses investidores, quais não apresentavam padrão prévio de negociação que justificasse suas operações ou que teriam vínculos que sugerissem o acesso prévio à informação, tendo, ao fim, chegado aos nomes dos Acusados.

75. No caso de Achilles, além do *timing* de sua aquisição em 21.01.2013, imediatamente antes da divulgação do FR, e de sua atipicidade, em termos de ação

---

<sup>23</sup> Sobre a exegese do parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002, v. Voto do Diretor Pedro Marcilio, no PAS CVM nº RJ2006/5928, j. 17.04.2007.

<sup>24</sup> Também com decisões do Colegiado pela necessidade da imediata divulgação da informação, em processos que envolveram a disseminação prévia da imprensa de notícias sobre informações relevantes ainda não divulgadas, envolvendo companhias do Grupo X: PAS CVM nºs RJ2013/2400; RJ2013/10909; RJ2013/7916; e RJ2014/2050, todos julgados em 18.03.2015.



#### 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  
www.cvm.gov.br

adquirida e de montante investido, soma-se o fato de ter liquidado a operação com recursos resgatados de fundo de investimento mantido por empresa de que também era sócio o irmão do acionista controlador da Companhia. A propósito, o acusado alega terem os recursos sido originados de distribuição de lucros, mas não apresenta documentos que comprovem sua alegação.

76. Todos esses elementos me levam a concluir que Achilles Balsini adquiriu 193.000 ações de emissão da CCX, em 21.01.2013, pelo valor de R\$ 483.714,00, de posse da informação divulgada ao público após o encerramento daquele pregão.

77. O acusado alega não ter tido a intenção de obter vantagem com o uso da referida informação, pois permaneceu com os papéis por um longo período, cerca de 37 dias, antes de aliená-los, o que ocorre em 26.02.2013, um dia depois da divulgação do laudo de avaliação das relações de troca da OPA.

78. De fato, a conduta mais típica de quem negocia de posse de informação relevante é o desfazimento de sua posição imediatamente após a divulgação da informação, de modo a alavancar seus ganhos com a variação do preço do papel. Porém, no caso em apreço, o FR anunciou a intenção do acionista controlador da Companhia de adquirir as ações pelo preço máximo de R\$ 4,31, não havendo, portanto, necessidade de realizar o lucro imediatamente, pois sua cotação tenderia a permanecer na faixa próxima daquele valor, como de fato permaneceu por alguns meses.

79. Do exposto, concluo que Achilles Balsini violou o art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociar ações de emissão da CCX, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, obtendo um lucro de R\$ 282.786,00.

80. Em relação a Lars Batista, o *timing* e a atipicidade de sua aquisição, o fato de ser irmão do acionista controlador da Companhia e a ausência de justificativa plausível para a operação também autorizam a conclusão de que adquiriu as 21.800 ações CCXC3, em 21.01.2013, de posse da informação divulgada ao público após o encerramento daquele pregão.

81. Contudo, em relação à eventual intenção de valer-se da informação para obter vantagem, cabem algumas ponderações. Primeiramente, deve ser reconhecido que o montante de R\$ 50.453,00 dispendido por ele na operação revela-se pouco expressivo quando comparado ao saldo de cerca de R\$ 1.130.000,00 que possuía na conta corrente mantida na corretora que intermediou sua operação (fls. 2.291-2.292). O baixo valor aplicado, em comparação com os recursos disponíveis, não denota um comportamento típico de *insider*, pois, ao fim e ao cabo, ele teria se arriscado em prática infracional para chegar a um lucro de somente R\$ 14.947,00, dispondo da possibilidade de buscar um ganho muito maior.



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

82. Não há nos autos, também, qualquer elemento que indique que Lars se locupletou dos ganhos obtidos ilicitamente por Achilles Balsini, hipótese que poderia ser aventada, em vista de este último ter adquirido suas ações com recursos resgatados de empresa em que dividia a sociedade com Lars. As informações bancárias de Achilles constam dos autos e não registram fluxos de numerário entre os dois, após a venda das ações por este último.

83. Somado a essas considerações, um último ponto me faz concluir pela ausência de elementos aptos a condenar Lars Batista no presente processo pelo uso da informação privilegiada sobre a OPA: o fato de ele ter se desfeito de todas as ações adquiridas ainda no pregão de 21.01.2013, ou seja, antes que o FR fosse divulgado ao público.

84. A Acusação alega que ele teria vendido as ações no mesmo dia com o intuito de evitar suspeitas da área de supervisão desta Autarquia sobre a sua atuação, em virtude de seus conhecidos vínculos com a Companhia e seu controlador. Na visão da Acusação, portanto, o acusado teria utilizado R\$ 50.453,00 para conscientemente se locupletar da oscilação atípica do papel previamente à divulgação do FR.

85. A meu ver, a tese da Acusação, ainda que não possa ser totalmente descartada em abstrato, é, na prática, de difícil execução e, principalmente, comprovação. Tenho, portanto, que a venda do papel antes mesmo da divulgação do FR é robusto contraindício para afastar a tese acusatória.

86. Pelas razões expostas, voto pela absolvição de Lars Batista, da acusação de violação do art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

III.2. MARCO VIRZI, RAV 13, RENATO VODOVOZ, FRANCISCO DANTAS, FRANCISCO EDUARDO, LEONARDO BRUNET, SÉRGIO SAVELLI

87. Além de terem adquirido lotes de CCXC3 entre 17 e 21.01.2013, a Acusação aponta que Marco Virzi, Francisco Dantas, Francisco Eduardo e Leonardo Brunet têm em comum laços pessoais e de amizade uns com os outros, tendo participação conjunta em eventos sociais e esportivos de um mesmo clube.

88. Marco Virzi e Francisco Dantas declararam à Comissão de Inquérito conversar sobre investimentos e mercado de ações, tendo o segundo afirmado que o primeiro o fez conhecer e comprar ações de emissão da MPX. Francisco Eduardo, por sua vez, é filho de Francisco Dantas, e Sérgio Savelli, na qualidade de agente autônomo de investimento, assessorava Leonardo Brunet na realização de suas operações.

89. Renato Vodovoz, que operava por meio de sua empresa GEB, atual RAV 13, trabalhou com Marco Virzi no Banco Icatu, entre 1994 e 1998, quando fundaram a



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

Mercatto Asset, onde ficaram até 2002. Voltaram a atuar juntos quando Renato Vodovoz foi trabalhar no FIM Extreme, onde ficou até 2007. A Acusação destacou que Marco Virzi foi padrinho de casamento de Renato Vodovoz.

90. Em relação a eventuais vínculos desse grupo de investidores com a Companhia, seu controlador ou pessoas que participaram das tratativas sobre a OPA, a Comissão de Inquérito apenas apurou que Francisco Dantas passou a integrar o conselho de administração da OSX Brasil em dezembro de 2013, que Leonardo Brunet e Sérgio Savelli integraram, em 2012, o conselho de administração da companhia BSM Engenharia, que tinha entre seus clientes a OGX e a LLX, e que Leonardo Brunet foi indicado por E.B. para integrar o Conselho de Administração da OGX, em 09.09.2013, o que indicaria proximidade entre os dois.

91. Porém, entendo que a participação em conselho de sociedade ligada à Companhia, em momento posterior aos fatos, bem como a mera indicação para compor o referido órgão em outra sociedade ligada não podem ser tomados como indicativos de relação próxima entre E.B., Francisco Dantas e Leonardo Brunet. No mesmo sentido, o fato de este último e Sérgio Savelli, na qualidade de suplente, terem integrado o conselho de administração de empresa que prestava serviços de engenharia a empresas ligadas à CCX não se presta a deduzir que teriam acesso a informações sensíveis sobre os negócios da Companhia.

92. Restam, portanto, os mencionados vínculos sociais que, conforme consignei anteriormente, precisam ser somados a outros elementos para a formação de convicção sobre a prática do ilícito. Nesse sentido, avaliarei a seguir, para cada um dos comitentes, os outros indícios relacionados pela Acusação, que, da mesma forma que para Lars Batista e Achilles Balsini, referem-se à eventual atipicidade e *timing* dos negócios, à ausência de justificativa aceitável para as operações, eventuais gravações das ordens, entre outras.

93. Cabe antes, porém, apontar que, em acréscimo às suas ligações pessoais, a Acusação entende haver uma sintonia no modo e no momento de operar desses investidores, o que seria indício de troca de informações entre eles.

94. Marco Virzi, em nome do fundo FIM Extreme, foi o primeiro a iniciar as aquisições de CCXC3, ainda em 17.01.2013, tendo sido o único dentre os Acusados a operar com a ação nesse dia. Conforme levantou a Acusação, no pregão de 18.01.2013, uma sexta-feira, às 10:19:37, ele deu continuidade às suas compras, adquirindo 200.000 ações, 89% de suas compras nesse dia, até as 10:40:21. De forma quase simultânea, Renato Vodovoz, iniciou sua sequência de negócios de compra às 10:18:47, adquirindo 40.000 ações, 73% de suas compras no dia, até as 10:46:04.

95. Por sua vez, Leonardo Brunet, Sérgio Savelli, Francisco Dantas, Francisco Eduardo, em 21.01.2013, após o fim de semana, iniciaram suas sequências de operações



**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

dentro de um período de 32 minutos entre o primeiro a operar, Sérgio Savelli, às 11h02, e o último, Leonardo Brunet, às 11h34.

**Tabela 1:** Horários dos primeiros negócios de Sergio Savelli, Leonardo Brunet, Francisco Dantas e Francisco Eduardo em 21.01.2013.

Investidor	Tipo	Mercado	Primeiro negócio
Sérgio Savelli	Compra	À vista	11:02:00
Leonardo Brunet	Compra	À vista	11:34:04
Francisco Eduardo	Compra	À vista	11:10:00
Francisco Dantas	Compra	À vista	11:32:46

III.2.1. MARCO VIRZI

96. Marco Virzi é profissional atuante no mercado, com passagens por instituições financeiras de ponta desde 1985, como os bancos Bradesco e Icatu, onde trabalhou durante 14 anos, tendo em seguida participado da criação da empresa de investimentos Mercatto, onde permaneceu até 2002.

97. Foi acusado na condição de único cotista do fundo de investimento FIM Extreme, que em 17 e 18.01.2013 comprou 480.000 e 200.000 ações CCXC3, respectivamente, as quais alienou entre 21 e 29.01.2013, com um ganho bruto estimado pela Acusação de R\$ 1.165.411,00, conforme tabela a seguir:

**Tabela 2: Operações de Marco Virzi antes e depois do FR**

Dia	C/V	Qtd. Líquida	R\$	Observação
17.01	C	480.000	-959.193,00	-
18.01	C	200.000	-426.381,00	Compra de 225.000 ações e venda de outras 25.000.
21.01	V	75.000	224.500,00	Divulgação do FR após o encerramento do pregão.
22.01	V	549.000	2.111.445,00	-
28.01	V	7.000	26.880,00	-
29.01	V	49.000	188.160,00	O volume referente às primeiras 49.000 do total de 86.100 ações vendidas no pregão.
<b>Lucro Bruto</b>			<b>1.165.411,00</b>	

98. Conforme levantou a Comissão de Inquérito, o FIM Extreme negociava frequentemente com o papel, atuando em quase metade dos pregões desde seu lançamento na Bovespa, em maio de 2012, até janeiro de 2013, mas raramente havia comprado ou vendido mais do que 300.000 ações no mesmo dia. Antes de suas aquisições de 17 e 18.01.2013, a quantidade máxima operada em um único pregão pelo





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

FIM Extreme havia sido a venda de 230.000 ações, em 15.01.2013, a um preço médio de R\$ 1,95, inferior ao das compras que fez dois dias depois, a R\$ 2,00/ação.

99. Dessa forma, segundo a Acusação, as operações de compra de 17 e 18.01.2013 teriam sido atípicas, face ao histórico de atuação do fundo, além de terem tido um *timing* perfeito, pois foram feitas nos pregões que antecederam a valorização de 100% no preço da ação, quando a cotação de cerca de R\$ 2,00 foi para quase R\$ 4,00, no intervalo de apenas quatro pregões.

100. Apesar de ter feito a mencionada alienação de 230.000 ações CCXC3 em 15.01.2013, a preço médio de R\$1,95, Marco Virzi declarou à Comissão de Inquérito que a razão de ter comprado os lotes expressivos do papel em 17 e 18.01.2013 foi a de que “...o aumento de posição no papel se deu pelo seu preço, que em sua opinião estava extremamente subvalorizado e também por sua liquidez...”. Já em sede de defesa, ele não apresenta justificativa específica para essas operações, alegando apenas que elas estariam dentro do padrão de seus investimentos e que, como investidor relevante do papel, sempre acompanhou as informações e negócios da Companhia.

101. Com efeito, a defesa de Marco Virzi anexa vários e-mails datados de junho de 2012 a janeiro de 2013, em que ele, a Mercatto, ao qual já havia se ligado, e outros profissionais do mercado, discutem os negócios da CCX e seus efeitos sobre a cotação das ações. A leitura dessas mensagens não deixa dúvida sobre ser ele um investidor sofisticado e com grande conhecimento do mercado, bem como da Companhia e de sua administração (fls. 1.645-1.728).

102. O Acusado confirma que sempre negociou com CCXC3 desde a abertura de capital da Companhia, tendo feito compras de cerca de R\$ 10.370.000,00 nos três primeiros pregões da ação na bolsa. Anexa relação de operações de 25.05.2012 a 23.12.2013, que comprova a negociação reiterada com o papel (fls. 1.734-1.739).

103. Alega, porém, que a Comissão de Inquérito analisou os negócios do FIM Extreme pelo parâmetro de quantidade de ações negociadas e que o volume financeiro seria um índice mais relevante para a análise e mostraria que, ao longo de 2012 e 2013, ele realizou muitas operações de montante superior aos dos dias 17 e 18.01.2013. Acrescenta que o resultado global de suas operações com CCXC3 teria sido um prejuízo de R\$ 12.250.493,43.

104. Quanto a esse alegado prejuízo, entendo não ter relação com os fatos aqui investigados, pois, como aponta o Relatório de Inquérito, ele adviria de suas aquisições após o lançamento do papel na bolsa, a cotações superiores a R\$ 6,00, às quais a ação não mais retornou.

105. Quanto a seu histórico de negociação com o papel no longo prazo, de fato, as informações presentes nos autos demonstram que, a partir do lançamento da ação na



**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

bolsa, quando adquiriu lotes significativos do papel, Marco\ Virzi, por meio de seu fundo exclusivo FIM Extreme, operou de forma constante com CCXC3.

106. Nesse sentido, em um horizonte de tempo mais largo, as aquisições feitas por ele nos pregões de 17 e 18.01.2013 podem não se destacar no tocante à quantidade e ao volume financeiro negociados. Porém, conforme aponta a Comissão de Inquérito, considerando apenas os três meses anteriores ao FR, elas se situam bem acima de suas médias diárias de 42.000 ações/pregão e de R\$ 95.000,00/pregão.

107. Também chama atenção o fato de ele ter vendido 230.000 ações em 15.01.2013, a um preço médio de R\$ 1,95, dois dias antes de iniciar suas compras a uma cotação superior, contraditoriamente à justificativa dada por ele para essas últimas compras, de que o papel estaria subvalorizado. Observo, nesse sentido, que em e-mail de 14.01.2013 (fls. 1.724-1.728), o Acusado comenta a possibilidade de fechamento de capital da Companhia, mas que esta operação seria dificultada pela cotação da ação, a R\$ 2,00, ceticismo que condiz com a venda a R\$ 1,95 do dia seguinte, mas que é contraditório com a mudança de rumo de 17.01. e 18.01.2013, quando adquiriu 680.000 ações a um preço maior.

108. Conforme apurou a Comissão de Inquérito, no momento em que o FIM Extreme iniciou suas compras em 17.01.2013, às 16h19, os negócios com CCXC3 não apontavam ainda sinais de anormalidade, tendo sido negociadas 360.400 ações, em linha com os pregões anteriores e abaixo da média histórica de 548.372 ações, o que indica que, sendo o fundo o único dentre os Acusados que operou naquele pregão, que suas aquisições nas duas últimas horas do pregão, que totalizaram 480.000 ações, contribuíram em grande parte para as oscilações atípicas nos parâmetros de negociação do papel registradas naquele dia.

109. A Comissão de Inquérito também verificou, das ordens passadas por Marco Virzi para o intermediário em 17.01.2013 (fls. 948 e 949), que ele teria pedido a seu operador para entrar em contato com a mesa de outra corretora, para saber quantas ações ela teria para vender, pois teria demanda para mais ações do que as ofertadas na tela.

110. Além disso, a Acusação também concluiu, baseada em depoimento de um dos operadores que executaram as ordens de Marco Virzi, que em suas operações na última hora do pregão de 17.01.2013, ele teria usado uma estratégia para não demonstrar o interesse do FIM Extreme em comprar lotes significativos, ao exibir o lote aparente de somente 1.000 ações. Ao mesmo tempo, tentava estimular potenciais vendedores a venderem CCXC3 a preços menores que R\$ 2,03/ação, pois abriu uma ordem de venda nesse valor às 17h04 do dia 17.01.2013, contrariamente à sua atuação no momento, acumulada em 380.000 papéis comprados e nenhum vendido.



#### 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

111. Todos esses elementos demonstram, no meu entender, a atipicidade das aquisições de CCXC3 realizadas por Marco Virzi em 17 e 18.01.2013, que fugiram de seu padrão de negócios com o papel dos três meses anteriores e representaram uma mudança brusca em relação ao seu comportamento vendedor recente, haja a vista a alienação de significativo lote de 230.000 ações dois dias antes.

112. Como bem apontou o Diretor Gustavo Gonzalez, em seu voto como relator do PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, *“uma acusação de uso de informação privilegiada baseada em indícios perde força quando o acusado demonstra que as operações consideradas suspeitas eram consistentes com o seu padrão de operação. Não obstante, (...) a força desse contraindício está diretamente correlacionada à similitude entre as operações suspeitas e as operações feitas anteriormente, bem como à recorrência do padrão de negociação”*.

113. No presente caso, Marco Virzi não conseguiu demonstrar a aderência daquelas aquisições a seu padrão anterior de negociação, tampouco apresentou qualquer justificativa concreta para tê-las realizado, além da alegação de que era investidor contumaz do papel. Também não refutou a constatação da Comissão de Inquérito de que ele teria envidado esforços e elaborado estratégias para adquirir a maior quantidade possível de ações, o que lhe resultou em expressivo ganho financeiro, quando alienou os papéis após a divulgação do FR, a maior parte deles, 549.000 ações, no pregão seguinte, 22.01.2013.

114. À atipicidade e ao perfeito *timing* de seus negócios em relação ao FR, soma-se o fato de que pessoas de seu relacionamento pessoal tiveram padrão de negociação similar, comprando ações CCXC3 nos dias em que foram verificadas oscilações atípicas com o papel, o que considero indício de que, antes de sua divulgação ao público, a informação sobre a OPA circulou entre os participantes desse grupo.

115. Todos esses elementos tomados em conjunto me fazem concluir que Marco Virzi adquiriu 680.000 ações de emissão da CCX, entre 17 e 18.01.2013, de posse da informação divulgada ao público após o encerramento do pregão de 21.01.2013, obtendo um lucro de R\$ 1.165.411,00, em infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

### III.2.2. RAV 13 E RENATO VODOVOZ

#### III.2.2(a) FATO RELEVANTE DE 21.01.2013

116. A empresa GEB Participações e Administração S.A. (“GEB”), sucedida por RAV 13, realizou negócios com CCXC3 entre os dias 18 e 22.01.2013, que lhe propiciaram um lucro bruto estimado pela Acusação em R\$ 86.726,00, conforme tabela



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

abaixo, em que foram consideradas somente as primeiras 25.000 ações vendidas no dia 22.01, a fim de completar o total comprado nos dois pregões anteriores:

**Tabela 3:** Operações da GEB com CCXC3, entre 18 a 22.01.2013.

Data	COMPRA		VENDA		LUCRO
	Quantidade	Valor (R\$)	Quantidade*	Valor (R\$)	
18/01/2013	55.000	118.691,00	-	-	<b>86.726,00</b>
21/01/2013	51.600	136.586,00	81.600	243.253,00	
22/01/2013	-	-	25.000	98.750,00	
TOTAL	106.600	255.277,00	106.600	342.003,00	

\*Foram utilizadas somente as primeiras 25.000 ações vendidas no pregão do dia 22/01/2013.

117. Por essas operações, a GEB e seu presidente, Renato Vodovoz, foram Acusados de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

118. Renato Vodovoz operava a carteira própria da GEB e realizou todos os negócios em nome dela, no período analisado pela Comissão de Inquérito, de janeiro de 2012 a junho de 2013, intermediados pela corretora “CGD Investimentos”, onde ele trabalhava como agente autônomo de investimento desde 2012. Nesse período, ele negociou em 332 pregões, com outros 51 papéis além de CCXC3, com média de 12 pregões por papel. Seu giro financeiro total no período foi de cerca de R\$ 71.254.000,00, com média de R\$ 106.349,90 por pregão, por ação.

119. Para a Comissão de Inquérito, o volume financeiro e periodicidade de suas operações com CCXC3 naquele período não destoaram do perfil verificado para os demais ativos de sua carteira, mas quando se restringe a análise aos pregões próximos ao FR do dia 21.01.2013 teria havido uma alteração significativa no valor financeiro e no volume de papéis, em relação à sua média histórica verificada até então.

120. Até 18.01.2013, a quantidade e volume financeiro médios operados por ele por pregão eram de 11.900 ações CCXC3 compradas e R\$ 35.900,00 de desembolsos, saltando para uma média de 53.300 ações compradas e R\$ 127.638,00, nos dias 18 e 21.01.2013, com aumento percentual de 348% e 256%, respectivamente. O Relatório de Inquérito acrescenta que sua rentabilidade teria sido igualmente expressiva, chegando a 27,2%, com cotações médias de compra e venda em 2,78 e 3,53/ação.

121. Esses elementos comprovariam a atipicidade de sua atuação naqueles pregões. Além disso, a Acusação também considerou que as suas operações com CCXC3 demonstrariam um *timing* bastante vantajoso e conveniente, pois ele vinha operando de maneira diluída e, em 18.01.2013, às 10:18:47, iniciou uma atuação mais forte no papel em horário quase idêntico a Marco Virzi (10:19:37), adquirindo, no pregão, 55.000 ações.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

122. Prosseguiu no dia 21, quando realizou diversas operações de compra logo no início do pregão (51.600 ações), aproveitando-se da cotação ainda baixa em relação ao fechamento daquele dia, alienando 81.600 ações antes do término do pregão<sup>25</sup>.

123. De acordo com a Acusação, Renato Vodovoz, em seu depoimento, teria tentado diminuir a importância de suas operações com CCXC3 em relação à sua carteira, mas para a Comissão de Inquérito o seu resultado com o papel teria sido bastante significativo para o cômputo de sua performance geral, ressaltando que o capital total investido na ação, R\$ 1.403.516,59, a colocou entre as oito em que o acusado mais investiu ao longo do período de janeiro de 2012 a junho de 2013. Do mesmo modo, embora negociasse constantemente com CCXC3, Renato Vodovoz, somente teve resultados positivos significativos com o papel nos períodos em que está sendo acusado de operar com informação privilegiada.

124. Em sua defesa, Renato Vodovoz alega inicialmente que a Acusação não conseguiu em nenhum momento demonstrar como a informação sobre a OPA teria chegado até ele antes de sua divulgação ao mercado, após o pregão do dia 21.01.2013, tendo se baseado apenas na relação de amizade e nos antigos laços profissionais que possuía com Marco Virzi, sem ao menos provar que este último detinha a informação.

125. De fato, como já mencionado, as relações pessoais e profissionais porventura havidas entre os Acusados do presente processo devem ser tomadas apenas como indício de eventual circulação da informação sigilosa entre eles, posto que muitos deles operaram de forma similar. A esse elemento, porém, devem ser somados, para cada acusado, outros indícios fortes e convergentes, para que, em conjunto, façam prova indiciária do conhecimento prévio da informação e da prática do ilícito.

126. No caso das operações de Renato Vodovoz por meio da GEB, entendo que os indícios relacionados no Relatório de Inquérito não têm a força que neles enxergou a Acusação.

127. Primeiramente, deve ser apontado que a Comissão de Inquérito não encontrou ligações entre Renato Vodovoz e os outros investidores ligados a Marco Virzi em torno das atividades do clube recreativo de que eram sócios. Sua única ligação pessoal, portanto, era com Marco Virzi, o que, no meu entender, por si só não autoriza a conclusão de que, pelo fato de ambos terem começado a adquirir CCXC3 em 18.01.2013 em horário quase coincidentes, estariam agindo de forma concertada ou que Marco teria repassado a informação sobre a OPA a Renato. Como ambos eram investidores contumazes do mercado, inclusive em ações CCXC3, outros elementos teriam que contribuir para a prevalência dessa tese.

---

<sup>25</sup> Seus negócios de compra foram executados a uma cotação média de R\$ 2,64/ação, enquanto a cotação de fechamento fora de R\$ 3,13/ação.



### 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

128. Em relação à alegada atipicidade de seus negócios, de fato, a quantidade e volume financeiros por ele aplicados em CCXC3 em 18 e 21.01.2013 foram bem superiores às médias históricas de suas negociações com o papel. Porém, quanto ao suposto *timing* de suas operações, observo da Tabela 3 supra que, apesar de ele ter adquirido 55.000 ações em 18.01 e 51.600 em 21.01.2013, no mesmo dia 21 ele alienou 81.600 ações, antes, portanto, da divulgação do FR. Logo, o que se vê é que ele fez um *day trade* com 51.600 ações no segundo pregão e ainda alienou 30.000 ações do lote que havia comprado no pregão anterior. Dessa forma, ele teria auferido ganhos com a divulgação do fato relevante apenas com o lote de 25.000 ações remanescente, que comprou a R\$ 2,16 e vendeu a R\$ 3,95, com um lucro de R\$ 44.750,00.

129. Esses fatos enfraquecem a tese da Acusação de que Renato Vodovoz teria feito seus negócios em 18 e 21.01.2013 motivado pelo conhecimento da informação sobre a OPA, ainda em sigilo, e tornam factível a explicação dada pela defesa de que teria iniciado suas compras no primeiro pregão por ter identificado que o papel estava em uma trajetória de alta, acompanhado de um expressivo aumento de liquidez e de volume negociado.

130. Embora a Acusação tenha refutado essa alegação, dizendo que quando ele iniciou suas compras não se poderia inferir essa tendência para o papel, o fato é que o aumento da procura por CCXC3 já vinha do final do pregão anterior. Ademais, não se pode perder de vista que Renato Vodovoz era investidor contumaz e experiente, conforme se conclui do próprio Relatório de Inquérito, que apurou ter ele negociado com dezenas de papéis em 332 pregões entre janeiro de 2012 e julho de 2013, com giro financeiro total de cerca de R\$ 71.254.000,00, sendo R\$ 1.403.516,59 com CCXC3.

131. Além de investir com grande frequência no mercado de ações, o seu currículo, com passagens em instituições financeiras de ponta e credenciamento como agente autônomo, empresta uma certa veracidade à sua alegação de que ele poderia ter enxergado uma oportunidade de investimento em CCXC3 em 18.01.2013, em vista dos parâmetros de negociação em curso naquele momento, da mesma forma como recomendado por analista de mercado na supracitada matéria do portal InfoMoney<sup>26</sup>.

132. Esses elementos, portanto, constituem contraindícios à tese da Acusação de que os negócios capitaneados por Renato Vodovoz em nome da GEB em 18 e 21.01.2003 teriam sido motivados pelo conhecimento da informação sobre a OPA. Devo reconhecer, em face do exposto, que eles também podem ter sido feitos por razões lícitas, baseadas na leitura das condições do mercado pelo investidor.

133. Conforme consignei no voto que proferi como Relator do PAS CVM ° RJ2017/3401, julgado em 05.12.2017, o julgador deve “*avaliar se os indícios arrolados*

---

<sup>26</sup> V. item 57.





#### 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

*pela Acusação, tomados individualmente e em seu conjunto, e sopesados com os contraíndícios apresentados pela defesa, têm força e credibilidade para comprovar o insider trading e levar à condenação (...) ou se, em sentido contrário, o acusado apresentou contraprovas robustas e suficientes ou mesmo alguma outra explicação plausível para os negócios realizados, quando, então, se impõe a sua absolvição<sup>27</sup>”.*

134. No caso das operações de Renato Vodovoz com CCXC3, por meio da GEB, em 18.01 e 21.01.2013, os contraíndícios arrolados pela defesa não permitem concluir que o acusado estava de posse da informação sobre a OPA divulgada posteriormente, devendo também ser destacado que a maior parte das ações foi vendida antes da divulgação do FR, esvaziando uma suposta intenção de se valer da informação para auferir vantagem financeira.

135. Voto, portanto, pela absolvição de Renato Vodovoz e RAV 13, sucessora de GEB, da acusação de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

#### *III.2.2(b) FATO RELEVANTE DE 19.06.2013*

136. Renato Vodovoz também foi acusado de ter negociado com CCXC3 de posse de informação privilegiada sobre o fato relevante divulgado pela Companhia em 19.06.2013, que informou que o acionista controlador desistira da OPA divulgada pelo FR do dia 21.01.2013.

137. Segundo apurou a Acusação, após ficar quase quatro meses sem negociar o papel<sup>28</sup>, a GEB comprou 10.000 ações CCXC3 em 18.06.2013 e, no dia seguinte, antes da divulgação do fato relevante, inverteu a posição de forma significativa, vendendo 75.000 ações ao preço médio de R\$ 1,36 e terminando o pregão vendido a descoberto em 65.000 papéis, situação em que nunca havia se colocado anteriormente com esta ação.

---

<sup>27</sup> Nesse sentido, os seguintes julgados da CVM: “As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio *in dubio pro reo*. Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelar contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.” (Voto do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405, j. 09.10.2003); “Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contraíndícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.” (Voto da Diretora Relatora Norma Parente no PAS CVM nº RJ 06/1995, j. 05.05.2005).

<sup>28</sup> Sua última operação havia sido em 26.02.2013.



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

138. Com a queda da cotação para R\$ 0,80 em 20.06.2013, após a divulgação do cancelamento da OPA no fim do dia anterior, Renato Vodovoz comprou 75.000 ações, o que lhe proporcionou um resultado positivo bruto de R\$ 43.836,00.

139. Em vista disso, a Comissão de Inquérito concluiu que ele teria operado atipicamente com CCXC3, colocando-se em posição vendida e em grande volume, o que, aliado a um ótimo *timing* em relação ao fato relevante e ao seu posicionamento no sentido correto, trouxe-lhe lucros robustos, tomando-se como referência tanto o histórico que tinha com CCXC3 quanto com a sua carteira de ações.

140. Em sua defesa, Renato Vodovoz alega preliminarmente que, nas mais de 1400 páginas do processo, a Acusação não teria realizado o levantamento de provas ou investigações sobre as suas operações prévias ao fato relevante de 19.06.2013. Aduz que qualquer acusação referente a período diverso do FR de 21.01.2013 seria ilegal, por não ter sido incluído no escopo do inquérito administrativo, requerendo a desconsideração de todas as referências a estes períodos.

141. Não assiste razão ao acusado. Embora a portaria que instaurou o inquérito administrativo tenha delimitado seu escopo na apuração de *“eventual utilização de informação privilegiada, em negócios realizados com ações de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., anteriormente à divulgação do fato relevante do dia 21 de janeiro de 2013”*, o Colegiado já se manifestou no sentido de este ato tem caráter eminentemente formal, praticado com o intuito de dar impulso ao processo<sup>29</sup>.

142. Como já tive a oportunidade de consignar, “[a] portaria de instauração do inquérito não veicula juízo definitivo atinente ao mérito da apuração, não podendo, conseqüentemente, representar, por si mesma, um delimitador da autoria ou da materialidade a ser perquirida e eventualmente constatada na forma da peça de acusação.”<sup>30</sup>

143. Nesse sentido, ao longo da instrução, a Comissão de Inquérito, como decorrência natural dos trabalhos de investigação, pode identificar novos fatos e elementos de provas que poderão resultar na ampliação ou redução do escopo apuratório<sup>31</sup>.

144. No caso em apreço, a Comissão de Inquérito identificou que Renato Vodovoz, que havia negociado ações CCXC3 antes do fato relevante de 21.01.2013, adotou a mesma conduta previamente ao anúncio de cancelamento da OPA, em 19.06.2013, tendo sido ele questionado sobre as operações, em seu depoimento, e apresentado suas explicações. O Relatório de Inquérito subsequente descreveu as

<sup>29</sup> PAS CVM nº 30/2005, Rel. Dir. Roberto Tadeu, j. em 11.08.2012.

<sup>30</sup> Cf. voto que proferi como Diretor-Relator do PAS CVM nº 14/2010, j. em 03.03.2020.

<sup>31</sup> Nesse sentido, PAS CVM nº 21/2010, Rel. Dir. Carlos Rebello, j. 13.08.2019.



### 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  
www.cvm.gov.br

operações e analisou as justificativas do acusado, detalhando as razões pelas quais entendeu serem elas irregulares.

145. Não há, pois, que se falar em ausência de levantamento de provas ou investigações sobre tais operações e, tampouco, em qualquer cerceamento de defesa sofrido pelo acusado.

146. Quanto ao mérito, não há provas do acesso direto de Renato Vodovoz à informação sobre o cancelamento da OPA, tendo a Comissão de Inquérito chegado à conclusão de que ele teria essa ciência em função (i) da atipicidade de sua compra em 19.06.2013, face a seus negócios com CCXC3 dos meses anteriores, e (ii) ao *timing* perfeito de seu posicionamento a descoberto no papel, exatamente antes da divulgação de fato relevante que fatalmente teria efeito negativo sobre a cotação da ação.

147. Em sede de defesa, o acusado alega ter operado em consonância com seu perfil de operações, em volume e valor condizente com seu *modus operandi*. De forma similar, na fase de investigação, ele alegou à Comissão de Inquérito ter seguido a tendência do mercado, que era de baixa, assim como anteriormente, em 18 e 21.01.2013 ele seguiu a tendência de alta e fez primeiramente operações de compra.

148. Para decidir, recorro novamente ao já mencionado voto do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS CVM nº RJ2013/10321, julgado em 18.03.2015, pois esse processo também tratou da intempestividade da divulgação ao público, em 19.06.2013, do cancelamento da OPA anunciada no FR de 21.01.2013.

149. Em seu voto, o Relator registrou que, no curso das investigações restou comprovado que, em período anterior à decisão sobre o cancelamento da OPA, o mercado já especulava sobre tal operação, o que gerou oscilações atípicas na cotação e volume das ações de emissão da CCX, conforme demonstra a tabela a seguir:

**Tabela 4:** – Oscilações de preço e negociação de CCXC3 entre 07 e 19.06.13

<b>Dia</b>	<b>Oscilação (%)</b>	<b>Volume (R\$)</b>	<b>Quantidade</b>
07.06.2013	-6,07	2.323.394	641.400
10.06.2013	-1,40	1.002.825	286.300
11.06.2013	-8,83	2.388.613	719.300
12.06.2013	-23,44	7.972.200	3.058.100
13.06.2013	16,73	11.917.521	4.540.700
14.06.2013	-1,40	3.166.485	1.096.300
17.06.2013	-34,40	6.954.093	3.206.800
18.06.2013	-24,32	17.938.702	12.253.900
19.06.2013	-8,57	9.054.988	6.705.600
Média 60 pregões anteriores a 12.06.2013	-0,34	1.278.043	359.210
Desvio-padrão	2,85	1.124.464	333.903
Média somada a 2 desvios-padrão	5,37	3.526.972	1.027.015



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

150. O Relator também citou as seguintes notícias publicadas na mídia e em sites especializados, proximamente ao anúncio de cancelamento da OPA, em que se previa esta decisão:

Em 13.06.13 - Valor Econômico: Mercado volta a duvidar de que a CCX feche seu capital – O mercado deixou claro ontem que duvida que Eike Batista levará adiante o fechamento de capital da CCX Carvão da Colômbia. A percepção negativa em relação à operação sempre existiu, uma vez que as ações da empresa, desde o anúncio da operação em janeiro, estão negociadas na bolsa abaixo do valor da oferta de Batista para os papéis, a R\$4,31. A CCX caiu ontem 23,44%, para R\$2,45. O volume foi muito elevado, de R\$7,9 milhões, ante uma média diária neste ano de R\$788 mil. Entre os rumores, havia a informação de que um investidor, descrente da oferta, desmontava uma posição comprada<sup>32</sup>.

Em 18.06.13 – *BovespaBrokers* - Acredito com veemência que a OPA da CCX será cancelada. EBX e BTG vão perceber que a conta não fecha ao preço ofertado.

Em 18.06.13 - *BovespaBrokers* – Amanhã na abertura do pregão a CCX vem a mercado informar que está desistindo da OPA.

151. Esse quadro torna plausível que Renato Vodovoz, investidor contumaz e, certamente, atento às informações sobre o mercado, tenha feito sua compra a descoberto em 19.06.2013 motivado pelos rumores e boatos que circulavam sobre a possibilidade de cancelamento da OPA ou mesmo pela observação do comportamento do papel naquele período, como ele alega.

152. Não se descarta que ele possa ter tido acesso prévio à informação, pois, segundo se apurou no PAS CVM nº RJ2013/10321, o cancelamento da OPA foi decidido por E.B. e seus assessores na noite do dia 18, mas (i) a ausência de prova direta de sua ciência da informação e (ii) a possibilidade concreta de ele ter operado baseado nos rumores e boatos disseminados no mercado<sup>33</sup> ou em análise do

---

<sup>32</sup> Trata-se, provavelmente, da operação que foi objeto do PAS RJ2013/11654, julgado em 23.09.2014, em que o Colegiado, acompanhando o voto da Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, absolveu o investidor acusado de *insider trading*, por se concluir que suas alienações de CCXC3 anteriores ao anúncio de cancelamento da OPA foram, na verdade, um desmonte da operação de *risk arbitrage* do fundo por ele administrado.

<sup>33</sup> No tocante a Renato Vodovoz, *insider* secundário de que não se tem prova direta do acesso à informação sigilosa, a circulação no mercado de rumores e boatos opera, a princípio, a favor da licitude de seus negócios. Outro é o caso da atuação de um *insider* primário, em que é necessário avaliar se a divulgação de determinadas informações eliminou, a seu favor, a assimetria informacional existente entre ele o restante de mercado. Nesses casos, como consignei em meu voto como Diretor Relator no julgamento do PAS nº RJ2013/8609, em 12.07.2018, “[o] juízo de valor acerca da qualidade da informação e, conseqüentemente, da existência ou não da vedação de sua utilização em negociações de mercado, somente pode ser feito diante das circunstâncias do caso concreto.” Do mesmo modo, o Diretor Relator Gustavo Gonzales, expõe em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/577, julgado em



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

comportamento do papel fazem com que não seja possível concluir pela ilicitude de seus negócios.

153. Conforme mencionei anteriormente, em casos envolvendo acusações de *insider trading*, havendo outra explicação plausível para os negócios realizados, se impõe a absolvição do acusado, pois a condenação, em especial quando amparada em indícios, exige convicção acima da dúvida razoável por parte do julgador<sup>34</sup>.

154. Dessa forma, voto pela absolvição de Renato Vodovoz e RAV 13, sucessora de GEB, da acusação de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002, em função de seus negócios com CCXC3 entre 19 e 20.06.2013.

#### III.2.3. FRANCISCO DANTAS

155. Francisco Dantas tem histórico relevante de atuação no mercado de capitais, tendo sido sócio de corretora e presidente BVRJ entre 1989 e 1992. Como já mencionado, ele é pai de outro acusado no presente processo, Francisco Eduardo, e possui relações de amizade com Marco Virzi, ambos sendo sócios e participando das atividades do mesmo clube recreativo.

156. Em 21.01.2013, Francisco Dantas comprou 107.800 ações CCXC3, por R\$ 300.040,00, e vendeu o lote no dia seguinte, após a divulgação do FR, por R\$ 425.810,00, com um lucro de R\$ 125.770,00. Segundo apurou a Comissão de Inquérito, essas foram as únicas operações com CCXC3 realizadas por ele, entre 01.01.2012 e 30.06.2013.

157. Em sua defesa, alega que não investiu em bolsa nos dois anos anteriores às suas compras de 21.01.2013, em razão de sua falta de recursos e liquidez, mas que, em

---

11.12.2017, que *“a CVM reconhece que a informação amplamente disseminada não pode configurar uma informação privilegiada. Contudo, não é qualquer vazamento, ou notícia, que elimina o caráter reservado da informação privilegiada, sendo necessário verificar se tal vazamento efetivamente disseminou a informação no mercado. Essa análise dependerá, sempre, das circunstâncias do caso concreto (...).”* grifo no original

<sup>34</sup> Nesse sentido, os seguintes julgados da CVM: “As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio *in dubio pro reo*. Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelar contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.” (Voto do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405, j. 09.10.2003); “Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contraindícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.” (Voto da Diretora Relatora Norma Parente no PAS CVM nº RJ 06/1995, j. 05.05.2005).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

novembro de 2012, após vender seu último ativo imobiliário, teria passado a ter recursos disponíveis para investir no mercado de ações. Suas operações teriam seguido o mesmo padrão das negociações realizadas por ele anteriormente, com ações de emissão da MPX. Em apoio à essa alegação, anexou nota de corretagem de 14.10.2010, registrando negócios com este papel.

158. Essas operações, no entanto, muito afastadas dos fatos, não conseguem afastar a extrema atipicidade dos negócios que realizou com CCXC3 em 21 e 22.01.2013, após um período tão longo sem investir em bolsa e em um papel que nunca havia negociado. Salta aos olhos, também, o *timing* perfeito de suas operações em relação à divulgação do FR, comprando exatamente antes e alienando no dia seguinte, movimento típico da prática de uso indevido de informação privilegiada.

159. Também causa espécie o argumento, vindo de um investidor experiente, de que investiu, em uma operação especulativa e de alto risco, recursos advindos da venda de ativo imobiliário, investimento conservador, por natureza.

160. Francisco Dantas tenta justificar a aquisição das ações com base em uma suposta possibilidade de a Companhia vender sua principal mina localizada na Colômbia, o que, segundo ele, poderia levar a ação ao patamar de R\$ 20,00. Alega que a decisão de se desfazer dos papéis no dia seguinte teria ocorrido pelo fato de, a partir da divulgação do FR, ficar claro que tal venda não seria concretizada

161. O acusado baseia suas alegações, no entanto, em notícias publicadas na imprensa entre 25 e 26.05.2012, já mencionadas neste voto e que não têm o condão de justificar a premência com que, no dia 21.01.2013, o acusado procurou adquirir seu lote de ações CCXC3.

162. Essa premência é comprovada pelas transcrições de suas conversas com o operador que intermediou as operações, quando este lhe pergunta se é para ir “trabalhando” a ordem e Francisco Dantas insiste para que a compra seja feita rapidamente:

Operador: “Pode ir trabalhando isso, ô Francisco?”

Francisco Dantas: “Não, é melhor comprar logo, entendeu?”

Operador: “É, mas... É, esse papel tem volume assim pra gente comprar direto?”

Francisco Dantas: “Não, não sei, isso eu não sei...”

163. Conforme relata a Acusação, após esta primeira conversa, e antes que a ordem fosse executada, o operador solicita ao acusado a atualização de seu cadastro na corretora, para que a operação pudesse ser realizada. A resposta de Francisco Dantas confirma o seu desejo de que a ordem fosse executada o mais rapidamente possível:





#### 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

Operador: “porque o teu cadastro tá desatualizado, há muito tempo que não opera...”

Francisco Dantas: “E aí, o que é que a gente faz? Peraí rapaz eu precisava...”

Operador: “Eu tenho que atualizar isso tudo rapaz.”

Francisco Dantas: “Pois é, mas eu tinha que comprar isso hoje. É possível ou não? Você acha que é possível?”

Operador: “É... a não ser que eu tente, tente botar aí é... alguma coisa... Ô Marcelo como é que a gente faz esse... Dá pra vc no no site você atualizar o teu cadastro, não?”

Francisco Dantas: “Dá dá dá”

Operador: “Eu vô ter que...”

Francisco Dantas: “Dá pra você ir comprando já...pode comprar que eu atualizo.”

164. O que se conclui do exposto é que os indícios arrolados pela Acusação são robustos e todos eles convergem para a constatação de que Francisco Dantas adquiriu seu lote de 107.800 ações CCXC3 de posse da informação sobre a intenção do controlador da Companhia em realizar uma OPA de fechamento de capital, posteriormente divulgada.

165. Ele estava há dois anos sem operar em bolsa, nunca havia negociado com CCXC3, aplicou recursos significativos, anteriormente alocado em imóvel, na operação, feita no último pregão antes do anúncio do FR, demonstrando junto ao intermediário uma premência injustificada em fechar o negócio, a ponto de ter que fazer sua ficha cadastral às pressas, e, por fim, alienando o lote no dia seguinte à divulgação da notícia, em típico comportamento de *insider*.

166. Nenhum dos contraindícios ou justificativas por ele apresentados, relatados anteriormente, consegue elidir a conclusão de que a motivação de seus negócios era a posse da informação sobre a OPA, devendo ser lembrado que outras pessoas de seu círculo social e familiar também negociaram com CCXC3 de forma similar, indicando a possível circulação da informação entre eles.

167. Do exposto, concluo que Francisco Dantas violou o art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociar ações de emissão da CCX, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, obtendo um lucro de R\$ 125.770,00.

#### III.2.4. FRANCISCO EDUARDO

168. Francisco Eduardo, filho de Francisco Dantas, é profissional do mercado financeiro com passagem por várias instituições como gestor de renda variável e possui registro de administrador de carteiras na 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  
www.cvm.gov.br

169. Em 21.01.2013, próximo ao horário em que seu pai iniciou as aquisições de CCXC3 tratadas anteriormente, ele também iniciou suas compras do papel, terminando por adquirir um lote de 43.000 ações no mercado a vista, por R\$ 111.211,00. No mesmo pregão, adquiriu outras 38.000 CCXC3T no mercado a termo por R\$ 107.447,35.

170. Francisco Eduardo vendeu os papéis ao longo dos meses seguintes, após rolar o termo algumas vezes. A Comissão de Inquérito chegou a um valor de R\$ 81.201,65<sup>35</sup> para o lucro obtido com a alienação das ações adquiridas em 21.01.2013, considerando, para isso, as vendas realizadas até o limite das 81.000 ações compradas naquela data:

**Tabela 5:** Cálculo do lucro irregular obtido por Francisco Eduardo com CCXC3

Data	Quantidade (C)	Volume Financeiro (C)	Quantidade (V)	Volume Financeiro (V)	Lucro Bruto
21/01/2013	43.000	111.211,00	-	-	
21/01/2013	38.000	107.447,35			
15/02/2013	-	-	38.000	139.840,00	
25/02/2013	-	-	7.000	27.540,00	
26/03/2013	-	-	36.000	132.480,00	
<b>TOTAL</b>	<b>81.000</b>	<b>218.658,35</b>	<b>81.000</b>	<b>299.860,00</b>	<b>81.201,65</b>

171. O acusado nunca havia operado com CCXC3. Das outras sete ações que negociou entre 01.01.2012 e 30.06.2013, duas foram compradas em oferta pública inicial e vendidas no pregão seguinte, três foram vendas de posição formada anteriormente e as duas restantes foram uma compra de BEEF3, em 04.01.2013, com volume de R\$ 11.260,00 e outra de TRIS3 em 15.05.2013, com volume de R\$ 42.497,00.

172. Dessa forma, entendo assistir razão à Comissão de Inquérito, quando toma por atípicas as compras de Francisco Eduardo em 21.01.2013. Ele investiu R\$ 218.658,35 em um papel que nunca havia negociado, cerca de quatro vezes o montante de R\$ 53.757,00, por ele aplicado em BEEF3 e TRIS3, suas únicas compras adicionais durante o período de um ano e meio analisado pela Acusação, com exceção daquelas feitas em ofertas iniciais de ações, que têm dinâmica própria e não se prestam a comparação com as operações aqui investigadas.

173. Em sede de defesa, Francisco Eduardo traz documentação comprovando sua atuação no mercado de bolsa, tanto em negócios para os fundos que geria quanto para a sua carteira própria, inclusive com ações de companhias do Grupo X (fls. 1897-2042).

<sup>35</sup> Conforme apontado pela defesa de Francisco Eduardo, o preço médio de suas compras foi de R\$ 2,6995 por ação, e não de R\$ 2,59, como calculou a Comissão de Inquérito, o que, porém, não altera o volume financeiro total despendido por ele em suas compras à vista e à termo, nem o lucro final obtido, de R\$ 81.201,65.



#### 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

Contudo, essas operações datam do período de 2008 a 2011, o que, no meu entender, não as tornam aptas a retirar o caráter de atipicidade das compras de 21.01.2013, de um papel que nunca havia operado e com um volume financeiro muito superior ao usualmente investido por ele no período.

174. Do mesmo modo, assim como ocorreu com outros Acusados, suas compras tiveram um *timing* perfeito em relação à divulgação do FR, pois foram feitas no pregão em que, ao seu término, ele foi divulgado. Francisco Eduardo tenta justificar as operações argumentando que acompanhava os negócios da CCX, e que, devido aos ativos de mineração detidos pela Companhia na Colômbia, estimava para a ação um valor patrimonial de R\$ 8,00, no final de 2012 e início de 2013.

175. Cita notícias divulgadas em dezembro de 2012 sobre a possibilidade de o controlador conseguir um parceiro estratégico para a Companhia, e alega ter percebido que algum evento societário estaria iminente a partir do dia 15.01.2013, em função do volume de negociação, quantidade de negócios e preços das ações, bem como de rumores que circulavam entre profissionais do mercado.

176. Aduz ter percebido ser aquele o momento adequado para investir no papel, mas preferiu aguardar e verificar se a tendência por ele identificada ganharia força, o que teria acontecido nos pregões de 16, 17 e 18.01.2013. Com isso, teria decidido realizar suas compras no pregão seguinte, 21.01, alavancadas por operações a termo.

177. Como se vê, Francisco Eduardo apresenta uma versão similar à de outros Acusados no presente processo, que não obstante nunca terem operado com as ações de emissão da CCX, alegam que acompanhavam por meses os negócios da Companhia, fazendo uma análise fundamentalista do valor de suas ações, e que, nos dias que antecederam o FR, adotaram um viés mais grafista e passaram a basear suas análises e decisões de negócio nos parâmetros de preço, volume e quantidade negociada do papel.

178. Essa narrativa quase milimétrica sobre as razões que o levaram a adquirir suas ações no pregão anterior à divulgação do FR não consegue, porém, no meu entender, se contrapor ao conjunto de elementos indicando que a real motivação para os seus negócios foi a detenção da informação que viria a ser divulgada em seguida.

179. Com efeito, Francisco Eduardo não tinha qualquer histórico de negociação com CCXC3, o que torna inverossímil sua alegação de que sempre acompanhou os negócios da Companhia. Os valores por ele aplicados na ação em 21.01.2013 foram bem superiores ao padrão de seus investimentos no mercado à vista no último ano, com exceção das compras feitas em ofertas iniciais de ações.

180. Ademais, alavancou seu investimento, por meio de operações a termo, supostamente motivado pelo mencionado entendimento de que a ação, cotada em torno de R\$ 2,60/2,80 quando operou em 21.01.2013, teria um potencial de valorização até



### 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

R\$ 8,00, estimativa pessoal do valor patrimonial do papel, da qual não apresentou qualquer análise que a justificasse.

181. Sua defesa traz a transcrição completa do diálogo que manteve com operador que executou suas operações em 21.01.2013 (fls. 1.861-1.864), no qual este lhe sugere dobrar o volume da operação, proposta com que não concordou, em atitude que não seria típica de quem estaria de posse de informação privilegiada e que refutaria a tese da Acusação de que ele teria “*alto grau de segurança no retorno da ação*”.

182. O que constato da referida transcrição, no entanto, é que, embora o operador tenha realmente sugerido o aumento de sua alavancagem, Francisco Eduardo teve, de início, dificuldades em entender como a operação seria feita, tendo decidido, ao fim, por manter o termo em 38.000 ações, por entender que, na forma proposta, ficaria “*grande demais*”. Essa atitude, no meu entender, não retira da operação a termo ao fim realizada o caráter indicador da intenção de Francisco Eduardo de alavancar seus ganhos com CCXC3.

183. Como se sabe, em determinadas situações, as negociações a termo são indício da prática de *insider trading*, ao revelarem a urgência do investidor em fazer uma operação para a qual não disponha de recursos, ou, dispondo de certa quantia, deseja alavancar os seus ganhos além do que conseguiria no mercado à vista.

184. Como bem sintetizou a Diretora-Relatora Luciana Dias, no voto proferido no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/2714, em 07.10.2014:

“(…) as operações de compra a termo são absolutamente legítimas e imprescindíveis para uma série de estratégias de investimento no mercado de valores mobiliários. Elas denotam, no entanto, que um investidor aposta numa alta daquele ativo no curto prazo e, apesar de não ter recursos suficientes ou não querer disponibilizá-los naquele momento, deseja travar o preço de compra. Por isso, compra referido ativo a termo, fixando o valor de aquisição no preço de mercado daquele momento, mais uma taxa de juros livremente estabelecida. Essa operação, em geral, indica que o investidor aposta que a valorização daquele ativo no curto prazo será superior à taxa de juros praticada no mercado.”

185. Dessa forma, na ausência de elementos que minimamente suportem a alegada estimativa de que o valor patrimonial de CCXC3 seria ou poderia vir a ser de R\$ 8,00, o fato de Francisco Eduardo ter comprado a termo significativo lote do papel, no exato dia em que foi divulgada informação sobre a intenção de fechamento de capital da Companhia, é indício relevante de que se valeria de uma ciência prévia desta informação para a obtenção de vantagem.

186. Por fim, o outro indício apontado pela Acusação foi o fato de que, quase no mesmo momento em que Francisco Eduardo fazia suas primeiras compras, Francisco



#### 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

Dantas, seu pai, de forma extremamente atípica, como já se concluiu neste voto, também iniciava suas aquisições de CCXC3.

187. Sobre esse último ponto, o acusado confirma o que havia declarado à Comissão de Inquérito, que conversava com seu pai sobre investimentos e movimentos do mercado, até por que esta era sua área de atuação, mas que relações de parentesco, por si só, não podem embasar uma acusação de utilização de informação privilegiada, como já decidiu a CVM.

188. Acrescenta que os dois operavam por meio de diferentes corretoras e que a execução das ordens obedece a uma cronologia de chegada, não se podendo concluir, pelo fato de terem sido executadas proximamente, que também tenham sido transmitidas ao mesmo tempo aos respectivos operadores.

189. Esses argumentos não me convenceram. Deve ser ressaltado que o parentesco de primeiro grau entre os dois investidores, que atuaram de forma semelhante em suas compras à vista, está sendo considerado apenas como mais um indício de que a informação sobre o FR era de conhecimento de ambos. E esse indício certamente se torna mais forte quando se constata a proximidade temporal de suas primeiras compras, 11hs10 para Francisco Eduardo e 11hs32 para Francisco Dantas, lembrando que as operações deste último tiveram que esperar pela atualização de sua ficha cadastral.

190. Esta coincidência de horários e a similaridade da conduta de pai e filho, somadas às outras circunstâncias que permearam sua atuação em 21.01.2013 – atipicidade e *timing* das operações, e alavancagem por meio de operações a termo – me fazem concluir que Francisco Eduardo fez suas compras das ações de emissão da CCX, nos mercados à vista e a termo, com conhecimento da informação relevante divulgada após o encerramento do pregão daquele dia.

191. Em relação à liquidação de suas operações com CCXC3, Francisco Eduardo não agiu como outros acusados no presente processo, que em conduta típica de *insiders* venderam as ações imediatamente após a divulgação do FR, tendo ele mantido em carteira as ações adquiridas no mercado à vista até 15.02, quando alienou 38.000 ações e rolou o termo. A seguir, fez novas alienações em 25.02 e 26.03.2013, quando completou o montante de 81.000 ações vendidas, embora, nesta data, tenha feito nova rolagem do termo.

192. Ressalte-se que, como já mencionado, pela característica da operação societária anunciada em 21.01.2013, OPA de fechamento de capital com oferta de compra a R\$ 4,31, a cotação da ação subiu após o anúncio e se estabilizou em um patamar bem superior ao vigente anteriormente, o que faz com que, enquanto se mantivesse firme a intenção de realização da oferta pelo valor anunciado, a manutenção do papel em carteira não tornasse a conduta do acusado como atípica de um *insider*.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

193. Cabe, porém, analisar a alegação de Francisco Eduardo de que o lucro por ele auferido em suas operações com CCXC3 deveria ser calculado com base em todo o histórico de negociação, a partir das compras de 21.01.2013 (fls. 1.857-1860). Segundo ele, a Comissão de Inquérito desconsiderou que as supostas liquidações dos lotes de 38.000 ações em 15.02.2013 e 26.03.2013 teriam sido, na verdade, rolagens dos termos, e que a liquidação final teria ocorrido, de fato, em 19.06.2013, com lucro de R\$ 46.917,46, e não de R\$ 81.201,65, como consta do Relatório de Inquérito.

194. Aduz que efetuou as rolagens do termo por entender que o valor de R\$4,31 ofertado pelo controlador estava baixo e por ainda esperar o ingresso de sócio estratégico que levaria a ação ao patamar de R\$ 8,00. Com a diminuição dos rumores de mercado sobre essas expectativas, a partir de 27.03.2013, teria começado a vender paulatinamente suas ações, considerando a tendência de queda, concluindo a venda apenas em 19.06.2013, quase cinco meses após a compra.

195. Não lhe assiste razão, porém, já que ele realmente vendeu as 81.000 ações anteriormente compradas nas datas identificadas no Relatório de Inquérito, 15.02, 25.02 e 26.03.2013, devendo seu lucro ser calculado para essas datas. A rolagem do termo significa apenas que ele liquidou o termo em vigência, pagando pelas ações a cotação acordada na assinatura do contrato, vendeu as mesmas ações pela cotação de mercado naquele momento, quando, então, obteve os ganhos calculados pela Acusação, e assinou um novo termo, com compra acordada para uma data de vencimento mais longa.

196. As razões por que ele teria decidido manter o investimento no papel também não elidem a conclusão de que, quando fez suas aquisições em 21.01.2013, Francisco Eduardo estava de posse de informação privilegiada e obteve vantagem pelo uso desta informação, quando das suas vendas em 15.02, 25.02 e 26.03.2013.

197. Por fim, quanto ao último argumento do acusado, de que não haveria a informação privilegiada no momento em que adquiriu suas ações, em 21.01.2013, pois ela somente teria se configurado após a reunião havida entre os assessores da Companhia e a SRE, quando ele já havia feito suas aquisições, aponte-se por sua total improcedência, pois como exaustivamente relatado, e também nos termos do voto que prevaleceu no julgamento PAS CVM nº RJ2013/10321, reuniões anteriores já haviam discutido firmemente a operação, em 10, 16 e 17.01.2013, quando começaram as oscilações atípicas do papel, indicativas de que a informação havia vazado.

198. Do exposto, concluo que Francisco Eduardo violou o art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociar ações de emissão da CCX, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, obtendo um lucro de R\$ 81.201,65.





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.2.5. LEONARDO BRUNET E SÉRGIO SAVELLI

199. Leonardo Brunet e Sérgio Savelli são amigos de longa data e Sérgio, na qualidade de agente autônomo, assessorava Leonardo na realização de suas operações. Para operar no mercado de ações, utilizavam-se do nome de suas esposas, A.P.Q. e D.R.M.M., e demonstraram ter sido investidores contumazes no período analisado pela Comissão de Inquérito, de 01.01.2012 a 30.06.2013, em que operaram, respectivamente, em 58 e 67 pregões, com giros financeiros totais de cerca de R\$ 9,5 e 11,4 milhões.

200. Contudo, até o dia 21.01.2013, não haviam negociado com CCXC3, quando então fizeram as operações abaixo, que levaram a que fossem Acusados de *insider trading* no presente processo:

**Tabela 6:** Operações de Sérgio Savelli com CCXC3 nos dias 21 e 22.01.2013.

Data	Volume (Compra)	Financeiro (Compra) R\$	Volume (Venda)	Financeiro (Venda) R\$	Lucro (R\$)
21.01.2013	60.000	-159.650,00	-30.000	89.896,00	-
22.01.2013	-	-	-30.000	118.500,00	-
Total	60.000	-159.650,00	-60.000	208.396,00	48.746,00

**Tabela 7:** Operações de Leonardo Brunet com CCXC3 nos dias 21 e 22.01.2013.

Data	Volume (Compra)	Financeiro (Compra) R\$	Volume (Venda)	Financeiro (Venda) R\$	Lucro (R\$)
21.01.2013	20.000	-51.200,00	-	-	-
22.01.2013	-	-	-20.000	79.000,00	-
Total	20.000	-51.200,00	-20.000	79.000,00	27.800,00

201. Em defesa conjunta, alegam que caberia à Acusação comprovar que detinham o conhecimento da informação sobre a OPA antes da divulgação do FR, mas ela não teria conseguido qualquer prova do acesso direto ou indireto por parte deles a tal informação, bem como de seu uso para obter vantagem nos negócios que realizaram.

202. De fato, assiste, parcialmente, razão à defesa. Assim como para os outros Acusados no presente processo, a Comissão de Inquérito não apresenta prova direta do acesso de Leonardo Brunet e Sérgio Savelli à informação divulgada após o pregão de 21.01.2013. Porém, também desta feita, ela identifica um conjunto de indícios que, no seu entendimento, formam prova indiciária de que a informação sobre a OPA chegou a Leonardo e Sérgio por via indireta, antes de iniciarem suas compras de CCXC3 naquele dia.

203. Primeiramente, conforme já mencionado, Leonardo Brunet teria relações de amizade com Marco Virzi e Francisco Dantas, os três tendo participação em atividades do clube recreativo de que eram sócios. Além disso, ele e Sérgio Savelli iniciaram suas



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

operações em 21.01.2013 em horário muito próximo aos de Francisco Dantas e Francisco Eduardo, conforme consta da Tabela 1 supra.

204. Porém, deve ser reconhecido que, diferentemente da relação entre Francisco Dantas e Francisco Eduardo, não há provas nos autos de que os vínculos entre Leonardo Brunet e os outros acusados fossem tão estreitos a pontos de deles se deduzir, com razoável certeza, que ele e Sérgio, que o assessorava, tenham atuado de forma concertada com os outros, alguns deles, no mesmo horário, ou que a informação sobre a OPA tivesse sido transmitida entre eles. Apenas o fato de Leonardo, Marco Virzi e Francisco Dantas serem amigos ou sócios do mesmo clube não prova isso.

205. A possibilidade de transmissão da informação existia, dadas as relações pessoais existentes entre eles, mas são necessários outros elementos para a formação da convicção sobre um eventual ilícito.

206. Um desses indícios é o *timing* perfeito das aquisições de CCXC3 por Leonardo Brunet e Sérgio Savelli em 21.01.2013, em relação à divulgação do FR. Porém, no tocante ao volume financeiro, a própria Acusação não considera os negócios como atípicos, pois situaram-se dentro da mesma ordem de grandeza (R\$ 120 mil para Sérgio e R\$ 142 mil para Leonardo) das operações realizadas com outros papéis e, também, dos negócios que fizeram com CCXC3 posteriormente.

207. A Comissão de Inquérito apresenta, no entanto, algumas informações e estatísticas como indicativas de um comportamento atípico de Leonardo Brunet e Sérgio Savelli naquelas operações, em relação ao padrão de negociação mantido por eles entre 01.01.2012 a 30.06.2013:

- i. Eles raramente operaram juntos nos mesmos papel e pregão, o que se deu em somente em 13 pregões, dos 58 em que poderiam ter atuado conjuntamente;
- ii. Aquelas operações foram as únicas em que operaram de maneira coordenada, ou seja, comprando e vendendo juntos, em bloco de operações isolado (volume de papel comprado igual ao vendido), tendo ambos, ademais, carregado, de um dia para o outro, volumes de ações de ordem de grandeza equivalente, 30.000 para Sérgio Savelli e 20.000 para Leonardo Brunet;
- iii. Os lucros obtidos com as operações foram os segundos mais representativos para ambos os investidores e foram bem maiores que os resultados médios por ação obtidos por eles, dentre 20 valores considerados;
- iv. As rentabilidades obtidas nas operações, de 30,53% para Sérgio Savelli e de 54,30% para Leonardo Brunet, situaram-se bem acima do usual.

208. Essas informações e cálculos, porém, não me convenceram. Lucro e rentabilidade são parâmetros que não estão no controle do investidor, diferentemente



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

dos critérios usualmente utilizados para se apurar se ele operou de posse de informação privilegiada, como o momento do negócio, o seu perfil de negociação, a eventual alavancagem da operação, enfim, todos eles permitindo avaliar o elemento subjetivo de sua conduta.

209. Da mesma forma, tendo eles operado 13 vezes de forma concatenada, como apurou a Comissão de Inquérito, não vejo por que os negócios com CCXC3 realizados em 21 e 22.01.2013 não poderiam estar inseridos nesse grupo. Acrescente-se que, conforme as notas de corretagem trazidas pelas defesas, naquelas datas Leonardo Brunet e Sérgio Savelli atuaram de forma coordenada também em relação ao papel ALSC3 (fls. 1613-1623).

210. Também concordo com a alegação da defesa de que, como Sérgio Savelli operava para Leonardo e sua esposa, seria razoável que as ordens dos dois Acusados, no dia 21.01.2013, fossem executadas em horários próximos.

211. Quanto ao *timing*, similarmente a outros acusados, a defesa alegou que, à época dos fatos, já haveria um claro comportamento no mercado de compra de CCXC3, sendo o movimento atípico do papel nos dias que antecederam a divulgação do FR objeto de comentários e algumas notícias, como a já citada matéria do site InfoMoney, em 18.01.201. Nesse sentido, tratando-se os acusados de pessoas experientes e com histórico de atuação no mercado, eles teriam apenas enxergado o movimento atípico no volume de operações de CCXC3, que, agregado a análises técnicas, sinalizou provável valorização do papel.

212. Passando a decidir, de tudo o exposto, entendo que esses acusados apresentaram elementos que enfraquecem a tese da Acusação de que, em 21.01.2013, teriam feitos seus negócios com conhecimento da informação que viria a ser divulgada pela CCX.

213. A mera relação de amizade de Leonardo com Marco Virzi e Francisco Dantas, apesar de indicar, não comprova a transmissão de informações privilegiadas entre eles. Os negócios investigados, por sua vez, tiveram volume financeiro compatível com suas operações habituais, não indicando a intenção de alavancagem de ganhos pela posse da informação sigilosa. Ressalte-se, nessa direção, que Sérgio Savelli vendeu metade das 60.000 ações compradas no mesmo pregão de 21.01.2013.

214. Sérgio e Leonardo eram investidores experientes, que, no período de um ano e meio, conforme levantamento da Comissão de Inquérito, operaram em 58 e 67 pregões, com giros financeiros totais de cerca de R\$ 9,5 e 11,4 milhões, respectivamente. Nesse sentido, assim como no caso de Renato Vodovoz, não pode ser descartada a hipótese de que Sérgio, como agente autônomo e profissional de mercado, tenha operado em função dos rumores e oscilações atípicas ocorridas nos dias anteriores.



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

215. Por outro lado, verifico restarem os seguintes elementos a favor da tese acusatória: (i) o fato de não terem operado com o papel anteriormente, (ii) o *timing* de suas compras e (iii) as alienações no pregão seguinte ao FR, em típica atitude de *insiders*. A presença dos contraindícios relacionados anteriormente, porém, faz com que não seja possível alcançar a convicção necessária quanto à prática de *insider trading* pelos Acusados em seus negócios com CCXC3 em 21.01.2013.

216. Voto, portanto, pela absolvição de Leonardo Brunet e Sérgio Savelli, da acusação de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

III.3. FERNANDO BERTIN

217. Fernando Bertin é empresário do ramo agropecuário, tendo afirmado em depoimento à Comissão de Inquérito já ter trabalhado nos ramos de transporte e logística, *trading*, importação e exportação, dentro do grupo de que é sócio.

218. As operações questionadas no presente processo estão relacionadas na tabela a seguir:

**Tabela 7:** Operações de Fernando Bertin com ações CCXC3

Pregão	Quantidade	C/V	Valor (R\$)	Cotação média (R\$/ação)	Resultado bruto (R\$)
18/01/2013	100.000	C	(218.000,00)	2,18	317.000,00
21/01/2013	100.000	C	(255.000,00)	2,55	
22/01/2013	200.000	V	790.000,00	3,95	

219. A Acusação não encontrou qualquer vínculo entre Fernando Bertin e os demais acusados, tampouco identificou alguma relação dele com a Companhia, seu controlador ou com as pessoas que participaram das tratativas relativas à OPA anunciada em 21.01.2013. O seu conhecimento prévio da informação sigilosa foi deduzido em função da atipicidade e *timing* das operações, contradições de suas justificativas sobre os negócios e declarações dos operadores que os intermediaram.

220. Com efeito, da tabela acima se constata o *timing* perfeito de suas operações de compra, em relação ao FR divulgado após o pregão de 21.01.2013, bem como a alienação das ações no dia seguinte, em típico comportamento de *insider*.

221. As operações também teriam sido atípicas face a seu histórico de operações no mercado de valores mobiliários no período de 01.01.2012 a 30.06.2013, ilustrado na tabela a seguir, onde se vê que seu maior foco era no mercado futuro, especialmente em Contratos Futuro de Boi Gordo (“BGI”). No mercado à vista, ele negociou com apenas

**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

três ações, incluindo CCXC3, em doze pregões, com volume financeiro de R\$ 2,28 milhões, contra R\$ 25,38 milhões no mercado futuro, em 139 pregões.

**Tabela 8:** Ativos operados por Fernando Bertin, entre 01.01.2012 a 30.06.2013

Mercado	Mercadoria	Quantidade de pregões	Negócios	Quantidade de contratos	Volume Financeiro (R\$)
FUTURO	BGI	41	90	460	15.003.255,30
	CCM	95	43	200	2.848.324,50
	IND	1	12	100	5.324.250,00
	DOL	2	3	20	2.157.250,00
	<b>SUBTOTAL</b>		<b>139</b>	<b>148</b>	<b>780</b>
À VISTA	CCXC3	3	108	400.000	1.263.000,00
	CMIG4	2	15	20.000	514.702,00
	GPCP3	7	68	3.694.000	508.879,00
	<b>SUBTOTAL</b>		<b>12</b>	<b>191</b>	<b>4.114.000</b>
OPÇÕES	OGXP3	2	13	200.000	26.000,00
<b>TOTAL</b>		<b>153</b>	<b>352</b>	<b>4.314.780</b>	<b>27.645.660,80</b>

222. A Comissão de Inquérito ouviu os agentes autônomos de investimentos “E.R.”, “B.M.” e “M.B.C.”, que por meio de sua empresa Supera executaram as ordens de Fernando Bertin de 2008 a meados de 2013. Segundo declararam, o foco da Supera era o mercado futuro agrícola e, ocasionalmente, dólar e índice, sem acompanhar o mercado à vista, embora, eventualmente, realizassem operações, se assim fosse solicitado pelo cliente. Acrescentaram que o histórico operacional da empresa seria de “70% no mercado de boi, 20% no mercado de milho, 5% no mercado de café, e 5% nos mercados de dólar e índice”, com o mercado à vista representando apenas “0,05% do volume de negócios”.

223. Apesar de devidamente intimado, o Acusado não apresentou defesa, mas foi ouvido pela Comissão de Inquérito no curso da investigação, quando alegou que todas as suas operações no mercado se dariam por indicação ou sugestão de E.R. e B.M., e que nunca teria olhado balanços ou gráficos nem analisado documentação das companhias em que investia. As operações de compra de CCXC3 nos dias 18 e 21.01.2013, a venda do dia 22.01, também teriam sido feitas por indicação dos operadores.

224. A despeito disso, todos os três agentes autônomos integrantes da Supera, responsáveis por receber e executar as ordens em seu nome, negaram de forma contundente terem lhe indicado esses negócios ou qualquer outro, asseverando que a iniciativa do contato com a Supera partiria sempre do acusado. De acordo com os operadores, Fernando Bertin demonstrava ter conhecimento do mercado de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*commodities*, em especial de boi, mas no mercado de ações as suas operações eram eventuais.

225. Nas informações prestadas à Comissão de Inquérito, os operadores também anexaram e-mails trocados com ao acusado, após o início da investigação dos fatos, em que ele, de maneira diversa do que declarou em seu próprio depoimento, relata que partiu dele a decisão de fazer a operação (fls. 1120-1121):

*“Não tenho vínculo com ninguém da empresa, nem com alguém relacionado à operação. Já vinha acompanhando o papel há alguns dias, no primeiro movimento que julguei que saindo do fundo tomei a decisão de comprar, no dia seguinte vendo movimento atípico de volume e preço, resolvi dobrar a posição.”*

226. O seguinte trecho da gravação das ordens de compra de CCXC3 do dia 18.01.2013, dadas por Fernando Bertin ao operador da Supera, confirma as alegações dos agentes autônomos, de que a iniciativa de comprar o papel teria partido do próprio acusado:

M.B.C: “Socopa”  
Fernando Bertin: “Alô?”  
M.B.C: “E aí doutor?”  
Fernando Bertin: “Tudo Bom?”  
M.B.C: “Joia...”  
Fernando Bertin: “Como está aquela...?”  
....  
M.B.C: “Milho Março...”  
Fernando Bertin: “CCXC3”  
M.B.C: “E de ema??”  
Fernando Bertin: “Não. Cavalo, cavalo, Xavier...”  
M.B.C: “Tá. Centennial Asset Participações.<sup>36</sup>”

227. Dessa forma, os elementos relatados acima, apreciados em conjunto, me convenceram que Fernando Bertin adquiriu seus lotes de ações CCXC3 em 18 e 21.01.2013 de posse da informação sigilosa que veio a ser divulgada pela Companhia após esse último pregão.

228. O acusado não tinha qualquer habitualidade em operar no mercado de ações e nunca havia negociado com CCXC3, estando seu histórico de investimentos predominantemente atrelado ao mercado futuro de *commodities* agrícolas. Este perfil foi confirmado pelos operadores que intermediaram seus negócios nos cinco anos anteriores, que também negaram veementemente terem recomendado a Fernando Bertin que adquirisse CCXC3 em 18 e 21.01.2013, o que se confirma do trecho da ordem transmitida pelo acusado em 18.01.2013, reproduzida acima.

---

<sup>36</sup> A Companhia possuía anteriormente a denominação *Centennial Asset Participações Amapá S.A.*





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

229. Ressalte-se, também, o perfeito *timing* dessas aquisições em relação à publicação do fato relevante, e a venda das ações no pregão imediatamente seguinte, em típico comportamento de *insider*.

230. Devidamente intimado, Fernando Bertin não apresentou defesa, e as explicações por ele apresentadas à Comissão de Inquérito durante a investigação, por seu turno, não conseguiram, no meu entendimento, contrapor os fortes indícios de que teria negociado com o conhecimento da informação.

231. Do exposto, concluo que Fernando Bertin violou o art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociar ações de emissão da CCX, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, obtendo um lucro de R\$ 317.000,00.

III.4. NORMANDIA INVESTIMENTOS, BERNARDO ARAÚJO E MARCELO MORAES

232. O Blue Marlin Master Fundo de Investimentos em Ações tinha como administrador o BNY Mellon e como gestora a Marlin Gestão, atual Normandia Investimentos, na qual Bernardo Araújo e Marcelo Moraes eram sócios, atuando o primeiro como administrador de carteira e o segundo como analista. No período analisado pela Acusação, 01.01.2012 a 30.06.2013, o fundo atuou em 349 pregões, com giro financeiro total de cerca de R\$ 532 milhões, investidos em 53 ativos diferentes.

233. Em 21.01.2013, antes da divulgação do FR sobre a OPA de fechamento de capital da CCX, o fundo comprou lote significativo de CCXC3. No dia seguinte, fez outra compra, menos expressiva. Desfez-se da posição entre 31.01 e 06.02.2013:

**Tabela 9:** Operações do Blue Marlin com CCXC3 em janeiro e fevereiro de 2013

Data	COMPRA		VENDA	
	Qtd. Ações	Financeiro (R\$)	Qtd. Ações	Financeiro (R\$)
21.01.2013	1.060.500	3.201.816,00	-	-
22.01.2013	374.000	1.447.900,00	-	-
23.01.2013	-	-	-700.000	2.633.721,00
30.01.2013	5.000	19.250,00	-	-
31.01.2013	-	-	-154.800	578.753,00
01.02.2013	-	-	-151.800	564.919,00
04.02.2013	-	-	-120.500	443.735,00
05.02.2013	-	-	-144.200	522.972,00
06.02.2013	-	-	-163.200	569.096,00
<b>Total</b>	1.439.500	4.668.966,00	-1.439.500	5.313.196,00

234. Em vista da aquisição realizada previamente à divulgação do FR, o fundo e seus gestores foram investigados no curso do processo e terminaram por serem



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

acusados de *insider trading*. Porém, deve ser registrado que, em 03.03.2016, o Blue Marlin foi excluído do processo, após parecer da PFE no sentido de que a extinção do fundo em 09.03.2015 também acarretou, em consequência, a extinção de sua punibilidade (fls. 1.554-1.560). Remanescem, no entanto, as acusações contra a Normandia Investimentos, anteriormente Marlin Gestão, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes.

235. Excluindo-se as operações de compra efetuadas em 22 e 30.01.2013, após a divulgação do FR, e considerando somente as primeiras 53.900 ações vendidas no dia 04.02, de modo a completar o total comprado no pregão do dia 21, a Comissão de Inquérito apurou que o lucro bruto supostamente irregular auferido pelo fundo teria sido de R\$ 744.060,95.

236. Dito isso, também nesse caso, não foram encontradas provas diretas do acesso à informação sobre a OPA, previamente à divulgação do FR, por parte de Bernardo Araújo e Marcelo Moraes, responsáveis pelas ordens de negociação em nome do fundo. No entanto, à semelhança dos outros Acusados, a Acusação concluiu haver um conjunto de indícios que comprovaria que, por via indireta, eles tiveram ciência prévia da operação e, nessa condição, negociaram com CCXC3 em nome do fundo, em 21.01.2013.

237. A possibilidade dessa via indireta decorreria dos vários vínculos identificados pela Comissão de Inquérito entre esses acusados e pessoas ligadas diretamente à CCX ou que participaram das tratativas sobre a OPA anunciada no FR de 21.01.2013. O próprio fundo Blue Marlin apresentava 54,22% de suas cotas detidas pelo Fundo Portfólio 63, fundo exclusivo de E.B., acionista controlador da Companhia.

238. Entre os vínculos de Bernardo Araújo<sup>37</sup>, a Acusação cita L.A.C., responsável, à época, por assessorar E.B. na gestão de seus investimentos pessoais, por meio do Fundo Portfólio 63 e que participou das tratativas sobre a OPA. Em depoimento, L.A.C. declarou conhecer Bernardo desde 2011, por razões profissionais, tendo este lhe convidado para integrar os quadros da Marlin Gestão, em setembro de 2013.

239. Outros dois profissionais que participaram das tratativas da OPA, P.V.L. e J.G.P., e que integravam a mesa de operações comandada por L.A.C. no Fundo Portfólio 63, também possuíam vínculos diretos e indiretos com Bernardo e Marcelo.

240. Com efeito, em documento acostado nos autos, P.V.L. constava como gerente de risco da Marlin Gestão em março de 2014 (fls. 1.067-1.076). Ademais, ele integrava a rede de amigos de Bernardo Araújo e Marcelo Moraes na rede social

---

<sup>37</sup> O suposto vínculo de Bernardo Araújo com Lars Batista já foi abordado, quando se analisou a conduta deste último.



#### 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

Facebook (fls. 1.048-1.056). J.G.P., por sua vez, também constava como amigo de Marcelo Moraes no Facebook, tendo Bernardo, em seu depoimento, assumido que o conhecia.

241. Da mesma forma, o Relatório de Inquérito aponta que Marcelo Moraes também tem em sua lista de amigos do Facebook B.D.O., outro profissional que participou das tratativas da OPA (fls. 1.194-1.196) e que seria ligado a E.B., tendo representado sua holding *offshore* Centennial Asset Mining Fund LLC na AGE da OSX, de 06.09.2012.

242. Em sua defesa conjunta, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes ressaltam, primeiramente, que, embora o fundo exclusivo de E.B. fosse o principal cotista do Blue Marlin, os valores aplicados seriam pouco representativos face ao patrimônio detido por ele à época. Também aduzem que nunca teriam tido relação direta e próxima com E.B., mas somente profissional, a qual ocorreria por meio de L.A.C., gestor do referido Fundo Portfólio 63.

243. Quanto a L.A.C., alegam que apenas em setembro de 2013 ele teria tido seu primeiro contato com o Blue Marlin, ou seja, vários meses após as negociações, e que anteriormente manteria apenas contato profissional com Bernardo Araújo, em função de um investimento comum na Ideiasnet, realizado entre a Opus, onde Bernardo trabalhava, e a EBX.

244. Já sobre os supostos vínculos entre os Acusados e P.V.L., J.G.P. e B.D.O, aduzem que a mera conexão entre eles em uma rede social não permitiria concluir pela existência de proximidade ou, menos ainda, pela suposição da transmissão de informação privilegiada, acrescentando que P.V.L. somente foi trabalhar com o Blue Marlin em 2014.

245. De fato, dou razão à defesa no sentido de que os vínculos citados não conseguem comprovar um alto grau de proximidade entre Bernardo Araújo e Marcelo Moraes e os profissionais indicados pela Acusação. Porém, por sua multiplicidade e por envolverem ao menos três pessoas que participaram das tratativas sobre a OPA, entre os dias 16 e 21.01.2013, eles formam uma teia de relacionamentos pela qual é perfeitamente plausível que a informação pudesse chegar aos Acusados.

246. Mesmo que alguns deles se refiram a contatos de redes sociais ou em relações profissionais que só vieram a se formalizar em data posterior aos fatos investigados, não há dúvida que todos os contatos indicam algum grau de interação entre os citados. No mesmo sentido, em que pese a alegada pouca representatividade do investimento do Blue Marlin em relação ao patrimônio de E.B., o fato é que mais da metade das cotas do fundo pertencia indiretamente a ele, o que certamente aproximava os Acusados dos profissionais envolvidos com a gestão desses recursos em nome do



**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

beneficiário e que, como se viu, também estavam envolvidos nas tratativas sobre a OPA.

247. O que se conclui, portanto, é que havia vários caminhos para que a informação sobre a OPA de fechamento de capital chegasse a Bernardo Araújo e Marcelo Moraes, devendo, então, ser avaliado se esta constatação, em conjunto com os outros indícios relacionados pela Acusação, fazem prova indiciária de que as compras de CCXC3 pelo Blue Marlin, em 21.01.2013, foram feitas com a sua posse.

248. Um indício incontestável é o *timing* perfeito das compras em relação à divulgação do FR. Além disso, para a Acusação, a compra teria sido atípica, pois o fundo apenas havia negociado com CCXC3 entre 27.07 e 01.08.2012, estando, pois, há quase seis meses sem operar com o papel, e ao fazer a aquisição de 21.01.2013, teria despendido um volume financeiro de cerca de R\$ 3,2 milhões. Este valor teria divergido, em muito, da média diária de R\$ 332 mil por papel, negociada pelo fundo entre 01.01.2012 e 30.06.2013. Pelos cálculos da Comissão de Inquérito, em um universo de 1.514 valores, o volume aplicado em CCXC3 no dia 21.01.2013 foi o 14º maior.

249. A Acusação acrescenta que, no período de análise, de um total de 53 ações negociadas, CCXC3 ficou entre as dez menos operadas pelo Blue Marlin, e o número de pregões em que o fundo a negociou, 13, foi bem abaixo de sua média de 29 pregões por ação. Ademais, das 53 ações que operou, somente em uma ocasião, com a ação SSBR3, o Blue Marlin obteve rentabilidade maior do que com suas operações com CCXC3.

250. Em sua defesa conjunta, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes alegam, quanto à suposta atipicidade das compras realizadas pelo Blue Marlin em 21.01.2013, que o procedimento correto para essa verificação seria não considerar, no histórico de negócios, as operações representativas de meros ajustes de posição, mas tão somente as operações de montagem de posição ou de desinvestimento, que normalmente apresentam volumes de negociação mais representativos e ocorrem com menos frequência.

251. Por essa abordagem, entre 01.01.2012 e 30.06.2013, o fundo fez 47 operações de compra, representando 35% do volume total negociado, com média de negociação em torno de R\$ 1,8 milhão por papel, volume bem superior ao calculado pela Comissão de Inquérito, de R\$ 332 mil por papel. Acrescentam ter havido 16 posições com mais de R\$ 3 milhões negociados em um único pregão, ou seja, com volume próximo ou superior ao negociado com as ações CCXC3 no dia 21.01.2013 (fls. 2.756).

252. No meu entender, o argumento da defesa deve ser considerado. Excluindo-se os ajustes, a média dos negócios realizados em bolsa pelo fundo é bem superior à



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

calculada pela Comissão de Inquérito e o fato de ele ter operado 16 vezes em valores da mesma ordem de grandeza da compra de CCXC3 questionada faz com que, em termos de volume financeiro, não se possa considerar essa operação como atípica.

253. Porém, anteriormente a essa operação, o Blue Marlin havia negociado com CCXC3 apenas entre 27.07 e 01.08.2012, o que faz com que a volta do fundo ao papel após quase seis meses não possa ser considerada como uma negociação típica ou habitual, notadamente por que a operação se deu exatamente antes de a Companhia divulgar informação que certamente elevaria a cotação da ação.

254. A defesa justifica a operação alegando, inicialmente, que desde meados de 2012 haveria especulação no mercado sobre possível operação de capitalização da CCX, que lhe permitiria desenvolver a infraestrutura necessária para a exploração de suas minas na Colômbia. Caso a capitalização se verificasse, as ações teriam grande potencial de valorização, pois estariam subvalorizadas justamente por ainda não ter sido possível financiar os projetos que permitiriam a exploração plena dos ativos de mineração da Companhia.

255. Desse modo, em julho daquele ano, quando verificaram um movimento de alta na cotação e no volume de negociação das ações, inferiram que a capitalização estava prestes a ocorrer e investiram cerca de R\$ 3,1 milhões no papel, no pregão de 23.07.2012, embora tenham optado por desfazer a posição nos pregões seguintes, ao constatarem que a operação não ocorreria naquele momento.

256. De forma similar, a partir de dezembro de 2012 voltaram a circular rumores e notícias sobre a eventual capitalização da Companhia<sup>38</sup> ou a chegada de algum parceiro estratégico que injetasse recursos na sociedade<sup>39</sup>. Nesse sentido, em vista da alta na cotação e no volume de negociação das ações, ocorrida ao longo dos pregões dos dias 17, 18 e 21.03.2013, imaginaram que a capitalização da CCX estava próxima, motivo pela qual, a partir das 13h48 do último dia, teriam adquirido o lote de 1.060.500 ações, em que investiram cerca de R\$ 3,2 milhões ações.

257. Alegam, assim, que as negociações de julho de 2012 e de janeiro de 2013 tiveram a mesma motivação, qual seja, a crença na capitalização da Companhia, e o mesmo *modus operandi*, que foi a montagem de posição após a elevação dos volumes de negociações e da cotação das ações, que indicaria a proximidade da capitalização, o que revelaria uma similaridade na forma de atuação do fundo.

---

<sup>38</sup> Revista Veja, coluna Radar de 08.12.2012, “Operação X” (fls. 2.770); Jornal Valor Econômico, de 10.12.2012, “BNDESPar nega negociação para capitalizar empresas do Grupo EBX” (fls. 2.772).

<sup>39</sup> Jornal Valor Econômico, de 06.12.2012, “CCX confirma início de produção de carvão na Colômbia em 2015”, (fls. 2.766); e 07.12.2012, “Doze grupos mostram interesse pela CCX” (fls. 2.768).



#### 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

258. Não enxergo, porém, esse grau de semelhança entre as negociações do Blue Marlin em julho de 2012 e janeiro de 2013. Na primeira ocasião, anteriormente à compra de cerca de 600.000 ações por cerca de R\$ 3,1 milhões, feita pelo fundo em 27.07.2012, houve realmente um pregão atípico em 23.07.2012, em que foram negociadas 2.558.500 ações, contra uma média, até aquela data, de 997.728 ações. A partir do pregão do dia seguinte, no entanto, a situação se normalizou, tendo sido negociadas 1.088.800, 1.273.600, 508.100 e 814.200 ações, em 24, 25, 26 e 27.07.

259. No mesmo sentido, os volumes financeiros acompanharam as quantidades negociadas, pois a cotação de CCXC3 não sofreu grande oscilação durante aqueles pregões, mantendo-se entre R\$ 4,49 e R\$ 5,10, a preço de fechamento, e R\$ 4,60 e R\$ 5,12, a preço médio<sup>40</sup>.

260. Dessa forma, concordo com a tese da Acusação de que a aquisição de CCXC3 feita pelo Blue Marlin em 27.07.2012, mesmo que tivesse como pano de fundo a crença dos gestores em uma iminente capitalização da Companhia, não pode ter sido motivada pela movimentação dos parâmetros de negociação do papel nos pregões anteriores, pois tal oscilação não ocorreu.

261. Diferente foi o ocorrido nos pregões anteriores à aquisição pelo fundo de 1.060.000 ações em 21.01.2013, pois como exaustivamente relatado, entre os dias 17 e 21.01, o papel sofreu fortes aumentos de preço, volume e quantidade negociada. As operações realizadas em julho de 2012, portanto, no meu entendimento, não são similares aos negócios iniciados pelo Blue Marlin em 21.01.2013 e não têm o condão de retirar o caráter atípico destas últimas, realizadas pelo fundo depois de seis meses sem operar com o papel.

262. De fato, voltando às justificativas apresentadas por Bernardo Araújo e Marcelo Moraes para a realização das operações, apesar de alegadamente seguirem a chamada análise fundamentalista em suas decisões de investimento e de acompanharem os negócios da CCX sob essa ótica, disso não resultou qualquer investimento em CCXC3 entre julho de 2012 e o pregão de 21.01.2013, por parte do Blue Marlin. Nem mesmo quando a imprensa noticiou a possibilidade da capitalização da Companhia ou a entrada de um sócio estratégico, na primeira semana de dezembro de 2012, e a cotação da ação oscilava em torno de R\$ 2,00, os gestores tomaram a decisão de investir na ação.

263. Somente 45 dias depois, em 21.01.2013, após dois dias de súbita e forte valorização dos papéis da CCX e de aumento atípico no volume de negociações, é que os Acusados teriam vislumbrado que a capitalização da Companhia deveria estar na iminência de ser anunciada e decidiram comprar um lote significativo da ação.

---

<sup>40</sup> Os dados sobre as preço, volume e quantidade negociada de CCXC3 entre 20/07 e 01.08.2012 estão na Tabela 23 do Relatório de Inquérito.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

264. Não me soa crível, porém, que um investidor de perfil fundamentalista e que estava há seis meses sem operar com o papel subitamente faça uma aposta expressiva na ação, guiado pelos índices de negociação diária, que supostamente indicariam uma provável capitalização da Companhia.

265. Bernardo Araújo e Marcelo Moraes tentam argumentar que quando iniciaram as compras de 21.01.2013, a partir das 13h48, os participantes do mercado teriam condições de verificar o comportamento do papel, pois foi às 14h53 daquele dia que a BMF&Bovespa questionou a Companhia sobre as oscilações atípicas (fl. 6). Também citam a já mencionada nota do *site* do InfoMoney, relatando que em 18.01.2013 houve um aumento significativo das negociações com CCXC3 e que, segundo a própria CVM, a presença de boatos e rumores torna legítima a negociação de ativos com base nessas informações.

266. Ocorre que tal justificativa se coaduna com um investidor de mercado de perfil especulativo e que opere seguindo, basicamente, o comportamento diário do papel, girando a carteira frequentemente. Este não era o perfil do Blue Marlin, conforme explicado pelos próprios Bernardo Araújo e Marcelo Moraes. Logo, por fugir totalmente à forma de atuação do fundo, em especial com CCXC3, não se pode aceitar que as oscilações atípicas ocorridas a partir de 17.01.2013 tenham feito com que os gestores do Blue Marlin tomassem a decisão de investir significativamente no papel na tarde de 21.01.2013, pregão em que, após seu encerramento, foi anunciada, não a almejada capitalização, mas a intenção do controlador em fechar o capital da Companhia.

267. A ausência de justificativa aceitável para a operação e o *timing* em relação ao FR me fazem, portanto, voltar aos vínculos entre os gestores e um grupo de pessoas que tinha conhecimento da informação que viria a ser divulgada no final do dia 21.01.2013. Como visto, integravam a rede de relacionamentos pessoais e profissionais de Bernardo Araújo e Marcelo Moraes ao menos três pessoas que participaram das tratativas sobre a OPA de fechamento de capital da CCX, realizadas entre os dias 16 e 21.01.2013, L.A.C., P.V.L. e J.G.P..

268. Os dois primeiros vieram, inclusive, a trabalhar na Marlin Gestão, após os fatos aqui investigados. Além disso, um fundo exclusivo de E.B. detinha mais da metade das cotas do fundo Blue Marlin, fundo exclusivo este cuja mesa de operações era comandada por L.A.C. e na qual também trabalhavam P.V.L. e J.G.P.. Havia, portanto, como já me referi neste voto, uma teia de relacionamentos entre os acusados e algumas pessoas que gerenciavam parte do patrimônio do acionista controlador da CCX e que participaram das reuniões prévias à divulgação do FR.

269. A presença dessas ligações, a ausência de justificativa aceitável para a aquisição de lote significativo de uma ação em que não se investia há seis meses, 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  
www.cvm.gov.br

momento desse investimento, anterior à divulgação de informação que elevaria a sua cotação, todos esses elementos formam um conjunto de indícios fortes e convergentes de que os gestores do Blue Marlin tinham conhecimento do FR que viria a ser divulgado, quando, em nome do fundo, adquiriam 1.060.500 ações CCXC3 em 21.01.2013.

270. Por essas razões, voto pela condenação de Normandia Investimentos, antiga Marlin Gestão, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes de infração art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociar ações de emissão da CCX, em nome do fundo Blue Marlin, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, levando a um lucro de R\$ 744.060,95 para o fundo.

#### III.5. FÁBIO DESLANDES

271. Fábio Deslandes é agente autônomo de investimento, com experiência de 18 anos no mercado de valores mobiliários, como investidor e como profissional da área, estando, à época dos fatos, vinculado à corretora Gradual.

272. Suas operações no mercado à vista, no período de janeiro de 2012 a junho de 2013, tiveram início justamente em 18.01.2013, dia útil anterior ao de divulgação do FR, quando comprou 50.000 ações CCXC3 por R\$ 107.498,00, vendidas no dia 22 por R\$ 197.500,00, com lucro bruto de R\$ 90.548,00:

**Tabela 10:** Operações de Fabio Deslandes no mercado à vista – jan/2012-jun/2013

Ação	Pregão	Volume	C/V	Valor (R\$)	Cotação média (R\$)	Resultado (R\$)	Rentabilidade
CCXC3	18.01.13	50.000	C	(107.498,00)	2,15	90.548,00	65,42%
	21.01.13	10.100	C	(30.908,00)	3,06		
		10.100	V	31.454,00	3,11		
	22.01.13	50.000	V	197.500,00	3,95		
OIBR4	22.01.13	20.000	C	(163.800,00)	8,19	(3.400,00)	(2,08%)
		20.000	V	160.400,00	8,02		
MPXE3	22.01.13	5.000	C	(55.243,00)	11,05	1.007,00	0,05%
		5.000	V	56.250,00	11,25		
	23.01.13	20.000	C	(229.746,00)	11,49	(880,00)	
		20.000	V	228.866,00	11,44		
PETR4	18.03.13	30.000	V	573.600,00	19,12	3.600,00	0,63%
	18.03.13	30.000	C*	(570.000,00)	19,00		
OGXP3	11.04.13	30.000	C	(43.800,00)	1,46	300,00	0,68%
		30.000	V	44.100,00	1,47		



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

AGEN11	29.04.13	50.000	C	(25.000,00)	0,50	0,00	0,00%
		50.000	V	25.000,00	0,50		

- Esta operação foi consequência de exercício de opções.

273. Da mesma forma que em relação a Fernando Bertin, a Acusação não identifica qualquer vínculo entre Fábio Deslandes e os demais acusados, a Companhia, seu controlador ou com as pessoas que participaram das tratativas relativas à OPA. Dessa forma, deduz o seu conhecimento prévio da informação sigilosa em função da atipicidade e *timing* das operações, e das contradições de suas justificativas sobre os negócios.

274. Com efeito, da tabela acima se constata o *timing* perfeito de suas operações em relação ao FR, comprando dois pregões antes de sua divulgação e vendendo no pregão seguinte, seguindo um comportamento usual de *insider*.

275. Em relação à atipicidade de suas compras de CCXC3 em 18.01.2013, embora o acusado tenha realizado muitos outros negócios no mercado à vista, posteriormente a essas operações, é fato que ele não operava no mercado à vista desde 01.01.2012. Conforme as informações enviadas pela BM&F Bovespa e compiladas pela Acusação, ele concentrava sua atuação no mercado de opções, tendo realizado, nesse mercado, 5.284 negócios a partir de 11.09.2012 e até 30.06.2013, com volume financeiro de cerca de R\$ 11,2 milhões, nos quais, em 5.100, ou 97% dos casos, realizou operações do tipo *day-trade*.

276. Segundo apurou a Comissão de Inquérito, sua aplicação média nestas operações foi de cerca de R\$ 7.800,00, e a máxima de R\$ 12.000,00, correspondentes a 7% e 11% do volume financeiro de R\$ 107.498,00, investido em CCXC3 no dia 18. Observo, porém, que, no mercado à vista, ele operou valores superiores, embora em *day trades*, como se vê de seus negócios com OIBR4, MPXE3 e PETR4, com volumes financeiros de R\$ 163.800,00, R\$ 229.746,00 e R\$ 573.600,00, respectivamente.

277. O fato de Fábio Deslandes, em seus outros negócios no mercado à vista, ter operado apenas com *day trades*, ficando exposto, basicamente, à volatilidade *intraday*, também foi apontado pela Acusação como sinal de atipicidade de suas compras do dia 18, em que carregou a posição em CCXC3 por dois pregões seguidos, demonstrado possuir um maior nível de confiança em relação ao comportamento da ação.

278. A Comissão de Inquérito também apurou que ele não precisava depositar na Gradual qualquer quantia em dinheiro como garantia da operação executada, o que também demonstraria uma elevada expectativa por parte do acusado de que conseguiria liquidar a operação do dia 18 em pouco tempo.

279. Quanto a esse último ponto, concordo com a defesa, quando alega que a não exigência de limite para operar valeria para todas as ações em que investia e, portanto,



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

não se pode utilizar essa prerrogativa que possuía junto à corretora como indício de que teria garantia do sucesso da operação.

280. Quanto às razões por que adquiriu CCXC3, o acusado alega que o aumento da cotação do papel ao longo dos pregões de 18 e 21.01.2013, aliado a boatos de mercado de que uma operação se aproximava, teria tornado, na visão de um agente de mercado experiente, extremamente interessante mantê-los em carteira. Citou, a esse respeito, a matéria do InfoMoney de 22.01.2013, em que analista de investimentos declarou ter recomendado a seus clientes a compra de CCXC3 em 18.01.2013.

281. Acrescenta que, ao contrário da visão da Comissão de Inquérito, caso tivesse se posicionado no papel quando ele atingiu seus menores patamares de preço, atingidos nos últimos meses de 2012, estaria agindo em descompasso com a sua experiência de mercado, pois haveria o risco iminente de continuarem a se desvalorizar. Com a estabilização do preço em janeiro de 2012, comparativamente aos meses anteriores, um investidor experiente enxergaria uma oportunidade de negócio.

282. Com efeito, essas justificativas, vindas de um profissional de mercado já com longo período de atuação em bolsa, não podem ser descartadas de plano. A ação apresentava oscilações desde o dia anterior às suas operações e há elementos nos autos, como a mencionada nota do InfoMoney, que indicam a existência, no dia 18.01.2013, de rumores e recomendações de compra do papel, ao menos entre os profissionais que têm como atividade diária o acompanhamento do mercado e a realização de operações baseada nessa observação.

283. Nesse sentido, embora (i) o *timing* de suas compras de CCXC3 em 18.01.2013, em relação ao FR, (ii) o fato de ele estar há longo tempo sem operar no mercado à vista e (iii) de não ter seguido, na operação, sua prática habitual de realizar *day trades*, sejam indícios de que ele possa ter negociado de posse da informação sobre a OPA anunciada poucos dias depois, o seu perfil profissional e de investidor também tornam plausível, em certo grau, que ele tenha feito as operações motivado por uma análise gráfica do comportamento do papel.

284. Esta constatação, somada ao fato de que a Acusação não encontrou qualquer vínculo direto ou indireto do acusado com alguma possível fonte da informação, faz com que, também para Fábio Deslandes, não seja possível chegar a um juízo de condenação quanto à prática de *insider trading* em seus negócios com CCXC3 em 18.01.2013.

285. Voto, portanto, pela absolvição de Fábio Deslandes, da acusação de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

#### IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

286. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II, e, §1º, I e III, da Lei nº 6.385/1976, considerando a gravidade da infração e a vantagem econômica<sup>41</sup> obtida pelo infrator, quando aplicável, voto pelas seguintes condenações, por infração ao art. 155, §4º, da Lei 6.404/1976, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002:

- a. **Achilles Balsini**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 846.746,46 (oitocentos e quarenta e seis mil setecentos e quarenta e seis reais e quarenta e seis centavos), equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida;
- b. **Marco Aurélio Virzi**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 3.489.591,56 (três milhões quatrocentos e oitenta e nove mil quinhentos e noventa e um reais e cinquenta e seis centavos), equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida;
- c. **Francisco Borges de Souza Dantas**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 376.593,26 (trezentos e setenta e seis mil quinhentos e noventa e três reais e vinte e seis centavos) equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida;
- d. **Francisco Eduardo de Souza Dantas**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 243.142,20 (duzentos e quarenta e três mil cento e quarenta e dois reais e vinte centavos), equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida;
- e. **Normandia Investimentos Ltda., sucessora de Marlin Gestão de Recursos Ltda.**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais);
- f. **Bernardo Werther de Araújo**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais);
- g. **Marcelo dos Reis de Moraes**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais); e
- h. **Fernando Henrique Frare Bertin**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 949.193,48 (novecentos e quarenta e

---

<sup>41</sup> Ver Tabela 11, em anexo.



**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

nove mil cento e noventa e três reais e quarenta e oito centavos),  
equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida.

287. Voto, também, pela absolvição de **Lars Fuhrken Batista, Renato André Vodovoz, RAV 13 Administrações e Participação Eireli, sucessora de GEB Participações e Administração S.A, Leonardo Brunet Mendes de Moraes, Sérgio Savielli de Menezes e Fábio Deslandes**, da acusação de infração ao art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002

É como voto.

Rio de Janeiro, 1º de dezembro de 2020.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR-RELATOR



**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

**Tabela 11: Lucro obtido nas operações irregulares com CCXC3**

<b>Acusado (*)</b>	<b>Lucro estimado</b>	<b>Lucro corrigido (**)</b>	<b>Penalidade</b>
Achilles Balsini	R\$ 282.786,00	423.373,23	846.746,46
Marco Aurélio Virzi	R\$ 1.165.411,00	1.744.795,78	3.489.591,56
Francisco Borges de Souza Dantas	R\$ 125.770,00	188.296,63	376.593,26
Francisco Eduardo de Souza Dantas	R\$ 81.201,65	121.571,10	243.142,20
Fernando Henrique Frare Bertin	R\$ 317.000,00	474.596,74	949.193,48

(\*) Acusados de quem se concluiu pela responsabilização, ressalvando-se que, no tocante a Normandia Investimentos, Bernardo Araújo e Marcelo Moraes, o lucro de R\$ 774.060,95 foi auferido pelo fundo Blue Marlin, de que eram responsáveis pelas ordens de negociação.

(\*\*) Valor corrigido pelo IPCA-E de janeiro de 2013 a setembro de 2020