

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5039

**Acusados:** Renato Ramos Ferreira  
Renato Ramos Ferreira Filho  
Alexandre Zattar Ferreira

**Assunto:** Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

**Relator:** Diretor Gustavo Machado Gonzalez

### RELATÓRIO

#### I – Do Objeto:

1. Trata-se de Termo de Acusação (“Acusação”) elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), para apurar a eventual utilização de informação privilegiada por Renato Ramos Ferreira (“Renato Pai”), Renato Ramos Ferreira Filho (“Renato Filho”) e Alexandre Zattar Ferreira (“Alexandre” e, em conjunto com Renato Pai e Renato Filho, os “Acusados”), na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A. (“Bematech”) em agosto de 2015.

#### II – Dos Fatos e da Acusação:

2. Em 14.08.2015, após o fechamento do pregão, Bematech e Totvs S.A. (“Totvs”) divulgaram comunicado de fato relevante (“Fato Relevante”), informando a ocorrência de uma reorganização societária que resultaria na titularidade, por Totvs, da totalidade das ações de emissão de Bematech.

3. Em 17.08.2015, primeiro dia útil após a divulgação do fato relevante, as ações da Bematech fecharam em alta de 42,86%.

4. Em 19.08.2015, a Gerência de Acompanhamento de Mercado – 1 (“GMA-1”) identificou, em análise preliminar, operações suspeitas de três comitentes: Renato Ramos Ferreira, Renato Ramos Ferreira Filho e Alexandre Zattar Ferreira. Os mesmos investidores também foram identificados pelos filtros da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, que em 21.08.2015 encaminhou comunicado à CVM informando a identificação de operações atípicas envolvendo os referidos comitentes.

5. Os três Acusados adquiriram quantidades expressivas de ações ordinárias de emissão da Bematech (BEMA3) entre os dias 10 e 14.08.2010, imediatamente antes, portanto, da divulgação do Fato Relevante. O quadro a seguir resume as operações dos Acusados com BEMA3:

<b>Data</b>	<b>Nome do Investidor</b>	<b>Qtd. Compra</b>	<b>Qtde. Venda</b>	<b>Volume Compra</b>
10/08/2015	Renato Ramos Ferreira	9.100	0	R\$ 74.100,00
11/08/2015	Renato Ramos Ferreira	24.200	0	R\$ 199.818,00
12/08/2015	Renato Ramos Ferreira	25.900	0	R\$ 197.810,00

12/08/2015	Renato Ramos Ferreira Filho	21.100	0	R\$ 157.778,00
13/08/2015	Alexandre Zattar Ferreira	4.400	0	R\$ 30.272,00
13/08/2015	Renato Ramos Ferreira	28.600	0	R\$ 200.786,00
13/08/2015	Renato Ramos Ferreira Filho	14.000	0	R\$ 96.650,00
14/08/2015	Alexandre Zattar Ferreira	17.800	0	R\$ 124.500,00
14/08/2015	Renato Ramos Ferreira	14.200	0	R\$ 99.471,00
14/08/2015	Renato Ramos Ferreira Filho	27.400	0	R\$ 192.546,00

6. A fim de prosseguir com sua análise, a SMI solicitou às corretoras (0110761 - 0110764) que intermediaram os negócios informações acerca dos dados cadastrais e das operações realizadas pelos Acusados com o ativo BEMA3, incluindo gravações de ordens.

7. As análises da SMI indicaram que Renato Pai é pai de Renato Filho e Alexandre. Os três acusados são residentes na cidade de Curitiba, mesmo local da sede da Bematech. Em suas investigações, a SMI apurou, ainda, que J.Z.F.B., filha de Renato Pai e irmã dos demais Acusados, é cunhada de W.E.G.B., que, à época dos fatos, era vice-presidente do conselho de administração da Bematech. Conforme resposta da Bematech ao Ofício nº 073/2015/CVM/GMA-1 (0110767), W.E.G.B. tomou conhecimento da informação objeto do Fato Relevante no dia 06.07.2015.

8. A análise das gravações das ordens dadas por Renato Pai ao operador da sua corretora indicaria que o Acusado se encontraria semanalmente com um grupo de amigos, onde teria recebido informações que recomendariam o investimento em BEMA3. Nesse sentido, a SMI chama atenção para o fato de Renato Pai ter decidido adquirir apenas ações BEMA3 naquele momento, muito embora tenha sido alertado pelo operador que o ativo tinha pouca liquidez e recebido indicação de compra de outros papéis mais líquidos. A Acusação traz trechos das gravações das ordens de compra dadas por Renato Pai em 11 e 12.08.2015 (0110792), que reproduzo a seguir:

"Ordem de 11.08.2015, às 14h27min37s

**Operador Roberto:** Foi uma compra ótima, a única coisa é que eles vão ter que desembolsar isto à vista, já na hora. Mas, mesmo assim, junto, ela puxou uma companhia que eu pessoalmente acho que é uma das melhores hoje, ITAUSA, tá, é uma empresa que a cada ano eles distribuem cerca de 10% sobre bonificação. É uma empresa que hoje, nestes patamares, deixa eu ver aqui pelo gráfico dela, 7,70, é tá bem barato essa empresa, as últimas vezes que ela chegou nestes patamares ela recuperou aí pros 9,20 pros 9,30. Mas se você estiver pensando assim numa compra aí para os próximos três meses.

**Renato Ramos Ferreira:** *Sei. É, eu vou conversando com você, entende. Eu tenho reunião lá com os meus amigos só na quinta-feira. Sempre na quinta-feira que eu me encontro com eles. Entende.*

**Operador Roberto:** *Maravilha.*

**Renato Ramos Ferreira:** *Então, amanhã eu ainda devo comprar mais alguma coisa, vou ver aí o que eu vou comprar. Por que como eu viajei na sexta eu não consegui falar com você, por que eu queria ter comprado já na sexta feira. Mas eu não tava aqui em Curitiba, entende, daí no fim eu não consegui falar com você.*

**Operador Roberto:** *Certo.*

Ordem de 12.08.2015, às 12h56min47s

**Renato Ramos Ferreira:** *E o volume aumentou hoje de negociação deles?*

**Operador Roberto:** *Deixa-me ver aqui para o Senhor. Está mais alto sim, já estamos em 3.4 bi, está com uma previsão para ele fechar em 8.4 bi, com a média que estava sendo em torno de 5 bi está bem acima sim.*

**Renato Ramos Ferreira:** *Pois é, surpreendente.*

**Operador Roberto:** *Sim, surpreendente.*

**Renato Ramos Ferreira:** *Tá bom, tudo bem, vamos de qualquer maneira ir acompanhando, **como eu te disse amanhã eu vou me reunir com o meu pessoal, à noite, e aí sexta-feira nós voltamos a falar, ou quem sabe amanhã.***

**Operador Roberto:** *Tá bom, senhor Renato, o que mais você precisar."*

9. Com base nas informações inicialmente obtidas, a SMI decidiu diligenciar para obter manifestação dos Acusados sobre os negócios considerados suspeitos, para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM n 538/2008<sup>1</sup>.

10. Em 27.04.2016, Renato Filho prestou informações sobre seus negócios com BEMA3 nos dias 12, 13 e 14 de agosto de 2015 (0110789). Questionado sobre o que havia lhe motivado a realizar tais negócios, Renato Filho informou que seu pai havia recebido "em uma roda informal de amigos", informações de que tais ações iriam se valorizar<sup>3</sup>.

11. Em 02.05.2016, Renato Pai prestou esclarecimentos sobre os seus negócios com BEMA3 (0110778). De acordo com o Acusado, em um cassino, na Argentina, ele entrevistou duas pessoas que não conhecia falando que as ações da Bematech iriam se valorizar. Ainda segundo Renato Pai, como ele conhecia a empresa, decidiu analisar melhor o papel, tendo feito uma pesquisa onde encontrou, inclusive, uma corretora sugerindo a compra de BEMA3<sup>2</sup>.

12. Ainda em sua manifestação prévia, Renato Pai informou não ter proximidade com W.E.G.B., declarando não ter conversado com ele acerca das perspectivas da Bematech. Em sentido similar, Renato Filho também informou em sua manifestação não ter relação de amizade com W.E.G.B. e desconhecer qualquer conversa entre seu pai e ele sobre investimentos em ações.

13. Finalmente, em 04.05.2016, a SMI obteve manifestação de Alexandre sobre seus negócios com BEMA3 (0110790). De acordo com o Acusado, a "motivação mesmo foi o meu pai que me falou, me passou a informação que era uma ação boa de comprar, que a ação valia a pena, pois ia se valorizar". O Acusado negou ter conhecimento de uma reorganização societária envolvendo a Bematech e a Totvs quando adquiriu ações BEMA3; que soube pelos telejornais depois da divulgação pública.

14. Analisando as operações realizadas pelos Acusados, a SMI aponta as seguintes características comuns:

- a. nenhum dos Acusados havia realizado operações em bolsa nos quatro anos anteriores à realização dos negócios com BEMA3. Alexandre já havia realizado

outras operações em bolsa nos anos de 2008, 2009 e 2010, mas não havia mais negociado desde então ([0110790](#));

- b. todos os Acusados abriram contas com as corretoras em agosto, poucos dias antes de realizarem as compras de BEMA3;
- c. operaram valores atípicos, adquirindo ações de Bematech quando essas operavam em queda;
- d. somente operaram o papel BEMA3 até a data de publicação do Fato Relevante;
- e. operaram volumes expressivos de BEMA3, investindo valores correspondentes percentuais relevantes do patrimônio financeiro declarado (31% no caso de Renato Pai, 140,67% no caso de Renato Filho, e 90% no caso de Alexandre) e sendo responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante; e
- f. operaram com foco em investir valores muito significativos, inclusive quando comparados aos seus patrimônios pessoais, em um ativo ilíquido, ao invés de investirem em uma carteira diversificada de ações.

15. Com base em todas as provas coletadas, a Acusação conclui que o conjunto de indícios coletados representa prova indiciária suficiente para comprovar o insider trading. De acordo com a Acusação:

*"36. O momento em que os investidores fizeram seus cadastros nas corretoras (6, 12 e 13.08.2015 - Renato Pai, Renato Filho e Alexandre, respectivamente), poucos dias antes da divulgação do fato relevante (14.08.2015), com a subsequente compra apenas do papel BEMA3 (um papel reconhecidamente pouco líquido, conforme inclusive alertado pelo operador Roberto), em montantes significativos em relação ao total negociado nos dias, revela que os investidores detinham maior certeza quanto ao comportamento do papel do que a que se esperaria ter com a obtenção da informação de um desconhecido qualquer em um cassino na Argentina de que o papel iria valorizar, ainda mais sem a identificação da causa dessa valorização.*

*37. Mesmo desconsiderando essa versão do cassino, claramente sustentada para desviar a real origem da informação, e considerando a obtenção da informação na roda de amigos de Renato Pai, também não se esperaria a conduta dos investidores - envolvendo a aplicação de montantes comprovadamente relevantes em relação ao patrimônio pessoal de cada um - se a informação obtida fosse apenas de que o papel iria se valorizar sem a identificação da causa dessa valorização.*

*38. A certeza de valorização do papel demonstrada pela conduta dos investidores indica que Renato Pai, Renato Filho e Alexandre possuíam mais do que a informação de que o papel se valorizaria. A forma como esses senhores operaram, no exato momento em que operaram, e as demais características presentes no caso concreto, demonstram de forma inequívoca que tais operações foram realizadas com o conhecimento da informação divulgada pelo fato relevante de 14.08.2015.  
(...)*

*41. Desse modo, resta claro que o conhecimento das informações objeto do fato relevante em apreço forneceria a certeza inequívoca da valorização do papel, e é o único elemento capaz de justificar as características presentes nas condutas dos investigados em relação aos seus negócios com BEMA3 antes da divulgação desse fato relevante."*

16. Ainda segundo a Acusação, os Acusados teriam obtido os seguintes lucros indevidos com as operações feitas com uso de informação privilegiada: (1) R\$ 277.127,00, no caso de Renato Pai; (2) R\$ 229.930,00, no caso de Renato Filho; e (3) R\$ 139.261,20, no caso de Alexandre<sup>4</sup>.

17. Embora todos os acusados tenham negado ter conhecimento acerca da operação objeto do Fato Relevante quando adquiriram ações BEMA3, a SMI entendeu que o conjunto de indícios acima resumido seria uma prova indiciária suficiente a comprovar a utilização de informação privilegiada pelos Acusados e, portanto, o descumprimento do artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, razão pela qual propôs a responsabilização dos Acusados.

### **III – Da Manifestação da PFE (0123458 - 0123460):**

18. Em sua manifestação acerca do Termo de Acusação, a Procuradoria Federal Especializada – PFE entendeu preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08. A Procuradoria assinalou, somente, que Renato Pai, Renato Filho e Alexandre deveriam ser acusados não só de violação ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 como também do artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

19. Adicionalmente, a PFE requereu comunicação ao Ministério Público Federal do Paraná, em razão de indícios da prática de crime de ação penal pública previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

### **IV – Termo de Acusação Ajustado (0124695).**

20. Em virtude da manifestação da PFE, a SMI ajustou o Termo de Acusação, acusando Renato Pai, Renato Filho e Alexandre de terem violado o disposto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, ao negociarem ações de Bematech de posse de informação relevante ainda não divulgada.

### **V – Da Defesa (0147697):**

21. Em 16.08.2016, os Acusados apresentaram defesa conjunta (“Defesa”) alegando que não se valeram de informações privilegiadas em suas aquisições de ações de emissão da Bematech antes da divulgação do Fato Relevante.

22. Segundo a Defesa, Renato Pai pretendia entrar no mercado de capitais desde o início de 2015, por influência de um grupo de amigos (que não incluía nenhuma pessoa com qualquer relação societária ou econômica com as empresas envolvidas na operação reportada pelo Fato Relevante) com quem se reunia semanalmente às quintas-feiras.

23. A partir de então, Renato Pai teria começado a analisar o desempenho de diversas empresas, inclusive da Bematech, empresa local e com atuação no ramo da tecnologia. A Defesa faz referência a relatórios de análise e a reportagens divulgadas em fevereiro, maio e junho de 2015, sempre indicando um potencial de valorização das ações da Bematech.

24. Em junho de 2015, Renato Pai teria realizado viagem de lazer para Foz do Iguaçu, onde teria presenciado uma conversa de duas pessoas desconhecidas que falavam sobre a oportunidade de aquisição de ações da Bematech, que seria um excelente negócio em breve.

25. Segundo a Defesa, com base no que escutou nessa conversa e nas informações que teria lido em relatórios de análise e notícias, Renato Pai teria decidido investir em ações da Bematech, recomendando a seus filhos a oportunidade. Nenhum dos Acusados, alega a Defesa, teria recebido qualquer informação privilegiada de qualquer acionista, diretor ou funcionário da Bematech ou da Totvs ou teria qualquer relação comercial, profissional ou de confiança com essas companhias.

26. Prossegue a Defesa, argumentando que as informações coletadas por Renato Pai, e corroboradas pela conversa entreouvida no cassino, teria resultado em "uma percepção segura de que a aquisição das referidas ações geraria um lucro no curto ou médio prazo", e que a divulgação do Fato Relevante, que tornou tal percepção uma realidade, seria apenas uma "benéfica coincidência e, ao que parece, conhecida dos analistas de mercado".

27. A Defesa prossegue assinalando que as operações realizadas pelos Acusados não teriam causado nenhum prejuízo reclamado ou declarado aos demais investidores ou ao mercado de capitais. Destaca, ainda, que Renato Pai teria também adquirido ações de outras companhias no período coberto pela acusação.

28. Na sequência, a Defesa reitera que os Acusados, em momento algum, receberam informações privilegiadas acerca da operação divulgada no Fato Relevante, ressaltando que o fato de a filha de Renato Pai ser cunhada de um administrador da Bematech "*não traz como consequência lógica a certeza da transferência da informação deste fato relevante*". Os Acusados não tinham qualquer vínculo pessoal ou profissional com o referido executivo, que não lhes teria fornecido qualquer informação.

29. Na sequência, a Defesa assinala que os *insiders* secundários não são atingidos pela norma legal (artigo 27-D da Lei nº 6.385/76).

30. Com base em tais argumentos, a Defesa requer que a acusação seja julgada improcedente.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 26 de setembro de 2017.

Gustavo Machado Gonzalez  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório, ou no termo de acusação, conforme o caso.

<sup>2</sup> "**Servidor CVM:** (...) Foram detectadas algumas operações realizadas pelo senhor, nos dias 12, 13 e 14 de agosto de 2015, envolvendo ações de emissão da Bematech. O senhor está lembrado?

**Renato:** Lembro que comprei algumas ações da Bematech, não me lembro exatamente o dia.

**Servidor CVM:** O senhor se lembra o que motivou essas compras na época?

**Renato Filho:** Na época, o meu pai, em uma roda, eu acho, não me lembro, acho que em uma roda informal de amigos, recebeu estas informações, eu acho que alguém comentou que iam valorizar, ele comprou essas ações, daí eu comprei também. Foi só isso mesmo."

<sup>3</sup> Transcrevo o trecho relevante: "Eu ouvi uma conversa de que estas ações iriam subir. Como eu conheço a firma aqui de Curitiba, e eu sei que é uma empresa de tecnologia, entende, eu disse, olha, vou analisar, e eu me lembro de que eu entrei, eu fiz uma pesquisa, e eu me lembro de uma corretora na época dando como sugestão comprar essa ação. Daí eu disse: vou comprar então! **Eu escutei uma conversa, e vou lhe dizer aonde eu escutei essa conversa. Foi num cassino na Argentina, em um final de semana. Eu estava lá, e tinha dois caras do meu lado conversando sobre esse assunto, e eu detectei o assunto, e um dizia pro outro: compra que essas ações vão subir, com certeza. Daí eu comprei também.** Falei pros meus filhos e eles quiseram correr o risco também. Eu, eu até gostaria de ter mais certeza, por que aí eu teria comprado até mais, ou

não teria vendido no decorrer, por que eu vendi até antes, por que ela subiu até mais do preço que eu vendi, não sei se vocês acompanham isto”

<sup>4</sup> Os itens 44 a 50 do Termo de Acusação detalham a forma de cálculo dos ganhos obtidos pelos Acusados.

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5039

**Acusados:** Renato Ramos Ferreira  
Renato Ramos Ferreira Filho  
Alexandre Zattar Ferreira

**Assunto:** Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

**Relator:** Diretor Gustavo Machado Gonzalez

### V O T O

1. Trata-se de Termo de Acusação (“Acusação”) elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) para apurar a eventual utilização de informação privilegiada por Renato Ramos Ferreira (“Renato Pai”), Renato Ramos Ferreira Filho (“Renato Filho”) e Alexandre Zattar Ferreira (“Alexandre” e, em conjunto com Renato Pai e Renato Filho, os “Acusados”) na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A. (“Bematech” e “BEMA3”) em agosto de 2015.

2. Os Acusados adquiriram quantidades expressivas de ações BEMA3 entre os dias 10 e 14.08.2015; imediatamente antes, portanto, da divulgação do comunicado de fato relevante de 14.08.2015, em que a Bematech e Totvs S.A. (“Totvs”) noticiaram a ocorrência de uma reorganização societária que resultaria na titularidade, por Totvs, da totalidade das ações de emissão da Bematech (“Fato Relevante”), mas, negam ter tido acesso a qualquer informação privilegiada acerca da operação.

3. A caracterização de *insider trading* requer a presença de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada, e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida<sup>1</sup>.

4. A jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de que 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 não sejam contraditados por contraindícios<sup>2</sup>.

5. No caso em tela, parece-me que existem diversos indícios que demonstram, de forma bastante contundente, que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada e a utilizaram em operações no mercado de valores mobiliários com a finalidade de obter vantagem indevida. Senão, vejamos.

6. Com relação ao primeiro elemento necessário para a caracterização do ilícito em análise (existência de informação privilegiada), ressalto que, à época em que os Acusados adquiriram ações BEMA3, a Bematech estava negociando a operação com a Totvs. A notícia era, sem dúvida, relevante, como demonstra a forte valorização do papel após o anúncio da operação. Ademais, a operação entre Bematech e Totvs era sigilosa, no momento em que os Acusados adquiriram o papel, só tendo sido noticiada com a divulgação do Fato Relevante. Parece-me, portanto, clara, a existência de informação privilegiada.

7. Passo ao exame do segundo requisito, que é o acesso à informação privilegiada antes da sua divulgação ao mercado. Os Acusados reconhecem em suas manifestações que Renato Pai teve acesso a informações que indicariam que as ações BEMA3 iriam se valorizar, mas, negam ter tido acesso a informações específicas sobre a operação entre *Bematech* e *Totvs*. A defesa argumenta, ainda, que tais informações apenas teriam corroborado as análises que Renato Pai já vinha fazendo para identificar boas oportunidades de investimento no mercado de capitais. Já Renato Filho e Alexandre informaram que os seus investimentos em BEMA3 foram motivados por recomendação dada por Renato Pai.

8. A investigação realizada pela SMI não nos permite ter certeza sobre a fonte das informações utilizadas pelos Acusados. O teor das conversas de Renato Pai com o operador da corretora através da qual operava indica que o referido Acusado recebeu informações em uma roda de amigos, hipótese corroborada por Renato Filho em sua manifestação preliminar. Posteriormente, Renato Pai alterou a explicação, informando que a decisão de investimento teria sido motivada por uma conversa entre estranhos, entreouvada durante uma viagem de lazer. Na defesa, os Acusados assinalam que essa conversa entreouvada seria apenas um dos elementos considerados por Renato Pai em sua decisão de investimento.

9. A Acusação assinala que a filha de Renato Pai, irmã dos demais acusados, era cunhada de um dos administradores da *Bematech*. Em suas manifestações preliminares e na defesa, os Acusados ressaltam não ter qualquer proximidade com o referido administrador e afirmam não terem dele recebido qualquer informação privilegiada. Em sua apuração, a área técnica não encontrou elementos que permitissem concluir que o referido executivo foi, de fato, a fonte da informação privilegiada.

10. No direito brasileiro, a configuração do ilícito de *insider trading* não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado. Essa orientação, que tem prevalecido na jurisprudência da CVM<sup>3</sup>, é coerente com a opção do legislador de 2001, que proibiu o uso da informação privilegiada por "qualquer pessoa", incluindo quem tenha acesso fortuito a ela. Em outras palavras, nosso regime equipara o *insider* acidental ao *insider* secundário<sup>4</sup>.

11. Naturalmente, quando se apura o eventual uso de informação privilegiada por pessoa que não ocupa função, ou cargo, na companhia, nem tem uma relação de fidúcia com essa que lhe confira acesso direto à informação privilegiada, a acusação precisa comprovar, de forma bastante convincente, que o suspeito estava de posse de informação privilegiada quando operou no mercado de valores mobiliários. Isso não quer dizer que não se possa construir uma acusação dessa natureza a partir de provas indiciárias, mas, sim, que não se aplicam em tais casos as regras da Instrução CVM nº



358/2002, que autorizam a presunção: (i) de que existia informação relevante, ou (ii) de que essa era do conhecimento do acusado.

12. Voltando ao caso concreto, noto que a Acusação traz um conjunto bastante robusto de indícios de que as operações realizadas pelos Acusados foram motivadas por informações privilegiadas acerca da operação. Nesse sentido, a Acusação demonstrou que:

- a. nenhum dos Acusados operou em bolsa nos quatro anos anteriores à realização dos negócios com BEMA3. Alexandre já havia realizado outras operações em bolsa nos anos de 2008, 2009 e 2010, mas, desde então, não havia mais negociado naquele mercado. Os demais Acusados nunca haviam operado em bolsa;
- b. todos os Acusados abriram suas contas nas corretoras poucos dias antes de realizarem as compras de BEMA3;
- c. todos os Acusados operaram valores atípicos, adquirindo ações da *Bematech* quando essas operavam em queda, e, justamente às vésperas da divulgação do Fato Relevante;
- d. os Acusados adquiriram o papel BEMA3 somente até a data da publicação do Fato Relevante;
- e. até a divulgação do Fato Relevante, os Acusados não adotaram uma estratégia diversificada de investimento, tendo comprado apenas ações BEMA3, um ativo com pouca liquidez. Nesse ponto, é significativo notar que Renato Pai optou por adquirir apenas ações da *Bematech*, mesmo após ser advertido por seu corretor acerca da baixa liquidez do papel;
- f. os Acusados investiram montantes bastante expressivos em ações BEMA3, correspondentes a percentuais relevantes dos seus patrimônios financeiros declarados; e
- g. os Acusados foram responsáveis por uma parcela relevante dos negócios realizados com o papel nos pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante.

13. Diante de todos esses fortes indícios, parece-me claro que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada.

14. O último elemento do tipo é a utilização da informação privilegiada na negociação com a finalidade de obter vantagem indevida. A demonstração do nexo causal entre a posse da informação privilegiada e a negociação é um dos pontos mais tormentosos dos casos de *insider trading*. Na maior parte dos casos, não será possível obter uma evidência documental acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação privilegiada, para confirmar se a sua decisão foi, efetivamente, motivada, ou influenciada, por tal informação<sup>5</sup>.

15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do *insider trading*, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações

com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida<sup>6</sup>.

16. A presunção de que aquele que negocia estando de posse de informação privilegiada utiliza tal informação, constante do *caput* e do §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, é a única regra de presunção do ilícito de *insider trading* constante do referido normativo, que pode ser aplicada aos *insiders* secundários – naturalmente, desde que antes se comprove que o acusado possuía a informação privilegiada.

17. Essa presunção facilita sobremaneira a persecução do *insider trading*, pois, afinal de contas, é muito mais simples demonstrar a posse de informação privilegiada do que a motivação do *insider* ao operar<sup>7</sup>. Ademais, é pouco factível supor que uma pessoa que possui uma informação privilegiada consegue neutralizar os efeitos dessa informação ao avaliar uma possível negociação. Nesse sentido, um tribunal norte-americano asseverou que: “ao contrário de uma arma carregada, que pode permanecer pronta e não ser utilizada, a informação privilegiada não pode ficar inerte na mente humana<sup>8</sup>”.

18. Trata-se, é claro, de presunção relativa, que pode ser afastada caso existam provas (inclusive indiciárias) em contrário.

19. No caso em tela, contudo, considero que os diversos indícios acima listados (item 12) autorizam a conclusão de que as operações dos Acusados com ações BEMA3 foram motivadas pela posse de informação privilegiada. De fato, não me parece factível que os Acusados tenham investido valores expressivos em um papel com pouca liquidez, sem nunca antes terem operado em bolsa, motivados apenas por uma conversa entre dois desconhecidos em um cassino na Argentina, indicando que o papel “iria se valorizar”. Ao contrário, entendo que os indícios apontados pela Acusação são fortes, consistentes e convergentes, e autorizam a conclusão de que os Acusados tiveram acesso à informação privilegiada e a utilizaram nas compras de ações BEMA3.

20. A defesa argumenta que Renato Pai adquiriu outras ações no período. Todavia, entendo que as operações realizadas pelo acusado não configuram um contraindício que crie dúvidas acerca da prática do *insider trading*. Nesse sentido, ressalto, primeiramente, que os demais investimentos de Renato Pai foram realizados após as operações com ações da *Bematech*.

21. Reconheço que 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 negociação. Não obstante, parece-me claro que 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. Nesse sentido, entendo que o fato de Renato Pai ter realizado outras operações no mercado de ações após a compra das ações da *Bematech* não pode ser considerado um contraindício apto a afastar a Acusação, que, como visto, encontra-se alicerçada em indícios múltiplos, fortes e convergentes.

22. O último argumento trazido na defesa é o de que as operações realizadas pelos Acusados não teriam causado nenhum prejuízo reclamado, ou declarado aos demais investidores, ou no mercado de capitais. Sobre esse ponto, ressalto que a configuração do *insider trading* não requer demonstração do prejuízo. A proibição dessa prática tem

por objetivo assegurar a integridade do mercado e a confiança dos investidores de que estarão negociando em pé de relativa igualdade com suas contrapartes.

23. Diante de todo o exposto, voto pela condenação dos Acusados pela utilização de informações privilegiadas em seus negócios com ações ordinárias de emissão da *Bematech* entre os dias 10 e 14 de agosto de 2015.

24. Passo então à fixação das penalidades a serem cominadas aos Acusados.

25. Começo assinalando que o ilícito de *insider trading* é considerado infração grave para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, nos termos do art. 1º, I, "d", da Instrução CVM nº 491/2011, e do art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002.

26. Nos casos de *insider trading*, a CVM tem usualmente fixado a pena com base no montante da vantagem econômica obtida, ou da perda evitada em decorrência do ilícito. Em respeito aos princípios da individualização da pena e da proporcionalidade, a pena efetiva é sempre definida considerando as características dos acusados e do caso concreto.

27. Nesse sentido, noto que os Acusados são *insiders* secundários, sem antecedentes e sem conhecimento técnico em relação ao mercado de valores mobiliários. Embora entenda que as hipóteses de *insider trading* envolvendo *insiders* secundários são menos graves do que os casos de *insiders* primários, pois não envolvem a quebra de uma relação de fidúcia, considero que, ainda assim, estamos diante de um ilícito extremamente sério e de elevada reprobabilidade, que abala a confiança dos investidores no funcionamento justo do mercado.

28. Por tudo que foi exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, c/c o §1º da Lei nº 6.385/76, voto nos seguintes termos:

- i. Pela condenação de Renato Ramos Ferreira à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil e duzentos e cinquenta e quatro reais), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido<sup>9</sup>, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, pelo uso de informação privilegiada ao negociar com ações ordinárias da *Bematech*;
- ii. Pela condenação de Renato Ramos Ferreira Filho à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil, oitocentos e sessenta reais), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, pelo uso de informação privilegiada ao negociar com ações ordinárias da *Bematech*; e
- iii. Pela condenação de Alexandre Zattar Ferreira à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos), correspondente a duas vezes o montante do lucro obtido, por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, pelo uso de informação privilegiada ao negociar com ações ordinárias da *Bematech*.

29. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Paraná, em complemento à comunicação já feita por meio do OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 106/2016, de 12.07.2016.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de setembro de 2017.

Gustavo Machado Gonzalez.  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Tive a oportunidade de discorrer em maior profundidade acerca do assunto em artigo que analisa as regras aplicáveis aos planos individuais de investimento no Brasil. GONZALEZ, Gustavo Machado. "Planos de Investimento (*Trading Plans*)", in *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* vol. 5. São Paulo: Almedina, 2017. Para Marcelo Trindade, seriam quatro os elementos necessários para a comprovação do ilícito: (i) a existência de informação privilegiada (i.e., relevante e não divulgada); o acesso a tal informação; (iii) a utilização dessa informação em uma negociação no mercado; e (iv) a finalidade de auferir vantagem, para si, ou para outrem. 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, p. 457. Sobre o assunto, v. ainda COMPARATO, Fabio Konder, *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*, in "Direito Empresarial: Estudos e Pareceres", 1ª Ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, p.339.

<sup>2</sup> Cito, por exemplo: (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10 de março de 2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13 de setembro de 2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; e (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04 de julho de 2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira.

<sup>3</sup> Nesse sentido, cf. PAS CVM nº 24/2005, j. em 7.10.2008, Dir.Rel. Marcos Barbosa Pinto; PAS CVM nº 10/08, j. em 23.11.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº 11/08, j. em 21.8.2012, Dir.Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº RJ2012/8010, j. em 21.7.2015, Dir. Rel. Luciana Dias; e PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira.

<sup>4</sup> Trata-se, de fato, de medida também adotada em outras jurisdições, como se verifica no relatório sobre *insider trading*, publicado pela IOSCO em 2003: "An 'accidental' insider is a person that neither has access to inside information, nor was tipped by a person who has access to such information, but learned inside information due to special circumstances. Examples of such circumstances include overhearing a conversation in the lift or by mobile phone, finding confidential documents in the rubbish bin, receiving a fax sent to a wrong number etc. **No distinction generally is recognized for this special category of insiders in the regulations of particular countries. They generally are covered by the general definition of secondary insiders and bear the same responsibility for trading on inside information as other secondary insiders. Their degree of knowledge and intent to trade on inside information generally would be taken into account in assessing whether they have violated insider trading regulations. As in case of tippees, the behavior of such investors generally indicates whether they had knowledge that they were trading on inside information.**" IOSCO – International Organization of Securities Commissions. *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*. Março de 2003, p. 9, Sem grifos no original.

<sup>5</sup> Nesse sentido, Thomas C. Newkirk e Melissa A. Robertson, funcionários da SEC, apontavam, em evento realizado em 1998: "Insider trading is an extraordinarily difficult crime to prove. The underlying act of buying, or selling, securities is, of course, a perfectly legal activity. It is only what is in the mind of the trader that can make this legal activity a prohibited act of insider trading. Direct evidence of insider trading is rare. There are no smoking guns, or physical evidence that can be scientifically linked to a perpetrator. Unless the insider trader confesses his knowledge in some admissible form, evidence is almost entirely circumstantial. The investigation of the case and the proof presented to the fact-finder is a matter of putting together pieces of a puzzle. It requires examining inherently innocuous events – meetings in restaurants (as in the Dutch case), telephone calls, relationships between people, trading patterns – and drawing reasonable inferences based on their timing and surrounding circumstances to lead to the conclusion that the defendant bought or sold stock with the benefit of inside information wrongfully obtained". NEWKIRK, Thomas C.; e ROBERTSON, Melissa A. *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*. Disponível em <https://www.sec.gov/news/speecharchive/1998/spch221.htm>.

<sup>6</sup> Artigo 13, *caput*, e §1º da Instrução CVM nº 358/2002. Trata-se de estratégia utilizada em outras jurisdições. Nesse sentido, a *Rule 10b5-1*, editada pela SEC em 2000, considera que uma operação foi realizada com base em informação privilegiada sempre que for realizada por pessoa que tenha, no momento da operação, conhecimento de informação privilegiada, exceto se tal negociação decorrer de uma das defesas afirmativas previstas naquela regra, que deverá ter sido instituída quando o investidor não tinha acesso à informação

privilegiada. Na União Europeia, desde 03.06.2016, os casos de abuso de uso de informação privilegiada (*insider trading*) são regulados pelo Regulamento (EU) nº 596/2014. De acordo com o art. 8º do referido normativo, “*existe abuso de informação privilegiada quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação ao adquirir, ou alienar, por sua conta, ou por conta de terceiro, direta, ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito*”. Ou seja, o abuso de uso de informação privilegiada somente está caracterizado quando o agente faz uso de tal informação. Não obstante, o Regulamento (EU) nº 596/2014 incorpora uma regra de presunção em seu Considerando 24: “Quando uma pessoa, coletiva ou singular, que dispõe de informação privilegiada, adquirir, ou alienar, ou tentar adquirir ou alienar, por sua conta, ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito, presume-se que essa pessoa utilizou essa informação”. Esta presunção não prejudica os direitos de defesa. A questão de saber se uma pessoa infringiu a proibição do abuso de informação privilegiada, ou tentar cometer abuso de uso de informação privilegiada, deverá ser analisada à luz do objetivo do presente regulamento, que consiste em proteger a integridade do mercado financeiro e reforçar a confiança dos investidores, baseada, por seu lado, na garantia de que os investidores se encontram em pé de igualdade e protegidos da utilização ilícita de informação privilegiada”.

<sup>7</sup> BAINBRIDGE, Stephen. *Securities Law – Insider Trading*. 2<sup>nd</sup> ed., Nova York: Foundation Press, 2007, p. 92.

<sup>8</sup> Tradução livre. No original: “*Unlike a loaded weapon which may stand ready but unused, material information cannot lay idle in the human brain.*” *United States v. Teicher*, 987, F. 2d 112 (2d Cir. 1993).

<sup>9</sup> No caso, calculados cf. metodologia constante dos itens 44 e 48 do Termo de Acusação.