



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 SEI Nº 19957.005704/2019-16
Reg. Col. nº 1685/20

Acusados: Grace Cury de Almeida Gonçalves Tourinho
José Antonio Bacellar Gonçalves Tourinho

Assunto: Apurar suposta realização de *insider trading*, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 e ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13, §1º da Instrução CVM nº 358/2002.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

Voto: Diretor Henrique Machado

VOTO VISTA

I. OBJETO

1. Conforme descrito no voto do Relator Presidente Marcelo Barbosa, o presente PAS tem por objeto determinar a responsabilidade de Grace Tourinho (“Acusada”), Diretora de Relações com Investidores da Qualicorp à época dos fatos, por infração ao art. 155, §1º, da Lei n.º 6.404/76, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002, e de seu marido, José Tourinho (“Acusado” e, em conjunto com Grace Tourinho, “Acusados”), por infração ao art. 155, § 4º, da Lei n.º 6.404/76, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002, pela venda de Ações de emissão da Companhia mediante a utilização de informação privilegiada.

2. A par das considerações do relator e após exame dos autos, formo convicção diversa quanto à caracterização das infrações imputadas pela Acusação. Forte nas razões que passarei a expor, entendo que os fatos e as provas que instruem este processo adequadamente demonstram a negociação com uso de informação privilegiada pelos Acusados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

II. RAZÕES DE FATO E DE DIREITO

II.1. DAS PRESUNÇÕES NO *INSIDER* PRIMÁRIO

3. Do exposto anteriormente, verifica-se que o presente processo busca apurar se Grace Tourinho (e seu marido José Tourinho), administradora da Companhia à época dos fatos, negociou valores mobiliários de emissão da Companhia mediante conhecimento antecipado de informações relevantes, divulgadas ao mercado após o fim de suas operações, conduta ilícita denominada *insider trading* e vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

4. Esses dispositivos impõem aos administradores de companhia aberta a proibição de negociar com valores mobiliários emitidos por ela quando houver informação relevante sobre os negócios da sociedade ainda não divulgada ao público. Busca-se, com isso, preservar o princípio da igualdade de acesso à informação, garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado.

5. Pela redação do §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76, para que determinada negociação de valores mobiliários por parte de administrador de companhia aberta se configure como um *insider trading*, é necessário haver a confluência dos seguintes elementos¹: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso privilegiado a tal informação; e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem.

6. Em função da gravidade do ilícito para a credibilidade do mercado de capitais, bem como da dificuldade em se comprovar a intenção dos agentes em auferir vantagem indevida e o exato momento em que eles tiveram acesso à informação, a Instrução CVM nº 358/2002² estabelece algumas presunções, baseadas na experiência empírica do que ordinariamente ocorre, que instrumentam a atividade sancionadora da Autarquia e devem orientar o trabalho da acusação e o julgamento pelo Colegiado.

7. Trata-se, a rigor, de reconhecer a natural relação de proximidade dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, dos diretores, dos membros do conselho de administração, do conselho fiscal, em relação à Companhia e entre si. Tal proximidade profissional e, por vezes, física no exercício de suas funções estratégicas é cotidianamente marcada pela utilização de mecanismos de comunicação formais e

¹ Nesse sentido, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2004/3616, de 14 de novembro de 2018, de minha relatoria.

² Art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002: “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 (...)”



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

informais, em complexa rede de relacionamento corporativo, que autoriza a inferência de que tiveram acesso às informações relevantes e sigilosas da Companhia.

8. Tem-se, assim, um fato provado, qual seja, o exercício do cargo de administrador no período investigado e uma regra, fundada na experiência, que indica o acesso³ às informações privilegiadas. A presunção prevista na Instrução CVM nº 358/02 é o resultado do processo lógico-dedutivo⁴ que liga o fato provado a um fato que se pretende provar, com esteio na constatação empírica do que ordinariamente ocorre.

9. A mencionada instrução, portanto, determina que aquele fato provado seja considerado indício suficientemente forte a ensejar a presunção que estabelece e, assim, para administradores de companhia aberta, denominados, juntamente com outros agentes, *insiders* primários⁵, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, ou mais especificamente, o seu *caput*, impõe duas presunções: (i) a de que eles têm acesso às informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado, e (ii) a de que, quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa, eles se utilizam dela em seus negócios para obter vantagem.⁶

10. Já a existência da informação relevante, conforme bem destacado pelo Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2015/13651, de 20 de fevereiro de 2018, não pode ser presumida⁷. “Ao contrário, as presunções nele contidas [art.13, caput] somente se colocam se a acusação demonstrar que havia informação privilegiada – isto é, relevante e ainda não divulgada ao público”. No presente caso, entretanto, a existência da informação relevante é fato incontroverso, reconhecido pela defesa.

³ “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. 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’”. Excerto do voto do Diretor Gustavo Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5039, de 26 de setembro de 2017.

⁴ “(...) a presunção é, em sentido técnico, o nome da operação lógico-dedutiva que liga um fato provado (um indício) e outro probando, ou seja, é o nome jurídico para a descrição justamente desse liame entre ambos. O indício vincula-se a um fato real, apontando para a demonstração de algo. Ao raciocínio que se fará, concluindo-se – certa ou equivocadamente – acerca do fato probando, chamar-se-á, então, presunção” BONFIM, Edilson Mougenot. *Curso de Processo Penal*. São Paulo: 2009, p. 367.

⁵ 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.

⁶ Nos termos do voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13651, em 20.02.2018, tratam-se, a primeira e a segunda, respectivamente, de uma presunção de acesso à informação e de uma presunção de uso da informação.

⁷ Sem prejuízo das presunções normativas de relevância, como aquelas de que trata o art. 13, §3º e §4º, da ICVM 358/2002, que não se aplicam ao caso dos autos.



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

11. Com efeito, a consolidação desse entendimento jurisprudencial do Colegiado da CVM ensejou a recente proposta de revisão da Instrução CVM nº 358/2002, consubstanciada no Edital de Audiência Pública nº 06/20. Vale transcrever, por sua clareza, o seguinte excerto do edital:

Embora a literalidade do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, pareça indicar que as hipóteses ali previstas constituem verdadeiras vedações à negociação, há muito prevalece na CVM o entendimento de que se tratam, apenas, de presunções relativas, ou seja, presunções que admitem prova em contrário. Assim, segundo tal entendimento, o art. 13 elenca situações em que a CVM, a princípio, poderá considerar demonstrados, sem dilações probatórias adicionais, a existência de informação relevante (presunção de relevância), o acesso à informação privilegiada (presunção de acesso) e o uso da informação privilegiada em negociações (presunção de uso). No regime atual, muitos dos incisos do art. 13 congregam mais de uma dessas presunções.

A dissonância entre a literalidade da norma e os termos em que, historicamente, vem sendo interpretada e aplicada é indesejável, pois pode dificultar a correta compreensão da regra e, conseqüentemente, sua observância pelos participantes do mercado. Assim, o primeiro objetivo da reforma do art. 13 é justamente conformar o texto da norma à interpretação a ele dada pelo Colegiado da CVM.

Com esse objetivo, propõe-se substituir o atual art. 13, redigido como uma série de vedações, por um comando que enuncie claramente que a CVM poderá se valer das seguintes presunções:

i) que a pessoa que negocia valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada faz uso de tal informação na referida negociação;

ii) que 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, e a companhia em relação aos negócios com ações de própria emissão têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada a respeito da companhia em que atuam;

iii) que as pessoas listadas no item acima, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia que possuam informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada;

(...)

12. Vale destacar, considerando os debates havidos na sessão de julgamento deste processo, que o uso de presunções legais e de presunções *facti* não é matéria estranha sequer ao Direito Penal, conforme ampla jurisprudência dos tribunais, da qual ressalto o seguinte julgado do Supremo Tribunal Federal, HC 101.519, Rel. Min. Luiz Fux, DJe 26.04.2012:

EMENTA: HABEAS CORPUS. PROCESSO PENAL. PRESUNÇÃO HOMINIS. POSSIBILIDADE. INDÍCIOS. APTIDÃO PARA



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

LASTREAR DECRETO CONDENATÓRIO. SISTEMA DO LIVRE CONVENCIMENTO MOTIVADO. REAPRECIÇÃO DE PROVAS. DESCABIMENTO NA VIA ELEITA. ELEVADA QUANTIDADE DE DROGA APREENDIDA. CIRCUNSTÂNCIA APTA A AFASTAR A MINORANTE PREVISTA NO ART. 33, § 4º, DA LEI Nº 11.343/06, ANTE A DEDICAÇÃO DO AGENTE A ATIVIDADES CRIMINOSAS. ORDEM DENEGADA.

1. O princípio processual penal do favor rei não ilide a possibilidade de utilização de presunções *hominis* ou *facti*, pelo juiz, para decidir sobre a procedência do *ius puniendi*, máxime porque o Código de Processo Penal prevê expressamente a prova indiciária, definindo-a no art. 239 como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. Doutrina (LEONE, Giovanni. Trattato di Diritto Processuale Penale. v. II. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1961. p. 161-162). Precedente (HC 96062, Relator(a): Min. MARCO AURÉLIO, Primeira Turma, julgado em 06/10/2009, DJe-213 DIVULG 12-11-2009 PUBLIC 13-11-2009 EMENT VOL-02382-02 PP-00336).

2. O julgador pode, através de um fato devidamente provado que não constitui elemento do tipo penal, mediante raciocínio engendrado com supedâneo nas suas experiências empíricas, concluir pela ocorrência de circunstância relevante para a qualificação penal da conduta. (...)

13. As presunções da Instrução CVM nº 358/2002 são relativas, *juris tantum*, e podem se desfazer em favor do administrador caso ele oponha provas diretas ou indiretas de que não tinha conhecimento da informação e que sua decisão de negociar os valores mobiliários de emissão da companhia não decorreu da informação privilegiada de que tinha conhecimento, elucidando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.⁸

14. Nada obstante, no exercício de valoração das provas e dos indícios e contra-indícios da prática de *insider* primário, é necessário ponderar a força probatória dos fatos que ensejam as presunções normativas. Conforme já bastante frisado, a instrução determina que a condição de administrador é indício suficientemente forte a autorizar a presunção de acesso e uso indevido da informação privilegiada com o fim de obter vantagem.

15. Assim sendo, não se pode acolher qualquer comparação entre julgamentos de *insiders* primários e secundários na jurisprudência desta Comissão, que desconsidere

⁸ 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.



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

a premissa fática que os diferencia e que, em relação aos primeiros, ordinariamente impõe ônus probatório substancialmente diferenciado.

II.2. INDO ALÉM DAS PRESUNÇÕES

16. Como visto, no presente caso vigora a presunção de que a Acusada tinha conhecimento da informação e que sua decisão de negociar os valores mobiliários de emissão da Companhia decorreu da informação privilegiada de que tinha conhecimento e que, pelas circunstâncias do caso, isso se refletiu em sua atuação conjunta com o Acusado. Nada obstante, a Acusação procurou demonstrar a verossimilhança do acesso à informação sigilosa por meio de diversos outros indícios reunidos na fase de instrução, especialmente a coincidência temporal das aquisições, a atipicidade das operações, a gravação da ligação telefônica com o intermediário e os fundamentos econômicos apontados pelos Acusados para realizar as operações. Os autos trazem ainda outras informações, relacionadas às circunstâncias que ensejaram o fato relevante, que indicam o acesso à informação privilegiada não disponível ao público.

17. Nesse aspecto, bem andou o trabalho de instrução do feito pela área técnica, pois não seria minimamente aceitável que a investigação tivesse se encerrado com a expedição da peça acusatória tendo por único fundamento a presunção normativa. Além da gravidade em abstrato do tipo administrativo e criminal, a demandar especial cautela apuratória, as diversas circunstâncias fáticas que usualmente envolvem a negociação com uso de informação privilegiada requerem a devida ponderação e a correlata investigação voltada a subsidiar as conclusões da área técnica, concretizadas na forma do termo de acusação.

18. Não se está defendendo que as presunções precisam ser provadas. Afinal, se precisassem ser provadas, não seriam presunções. É que o processo administrativo sancionador, como instrumento para o alcance da verdade real, não prescinde da produção probatória destinada a robustecer, em cada caso concreto, a presunção normativa, de modo a subsidiar o juízo de convicção necessário para uma condenação.

19. No caso vertente, além das presunções, outros indícios constantes dos autos me levam a concluir com segurança pela ocorrência da prática infracional.

II.2.1. ENTREVISTA COM SPENCER STUART

20. O Termo de Acusação sustenta que as notas da entrevista com a Acusada (registradas por Spencer Stuart em um e-mail de 18 de abril de 2018) não deixariam dúvidas quanto ao tema abordado no encontro: a posição de JSF em relação à Companhia. Destaca o registro da Spencer Stuart de que, na avaliação da Acusada “...a empresa ganharia um prêmio de valorização do mercado se ele fosse somente para o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

conselho” e “[na presença dele] acha que fica difícil a governança e a empresa é penalizada”.

21. A defesa sustenta que a entrevista teria tido teor genérico e vago e que o escopo preciso do trabalho da empresa não foi revelado à Acusada durante a entrevista. Frisa também que o *invite* recebido pela Acusada não teria qualquer descrição ou pauta de que se destinaria à avaliação do então Diretor Presidente para subsidiar o Conselho de Administração (“Conselho” ou “CA”) em negociações futuras ou em curso.

22. O voto do i. Relator, por sua vez, afirma que, ainda que por hipótese, na ocasião da entrevista com a Spencer Stuart, Grace Tourinho tivesse condições de saber da intenção de saída de JSF da Companhia, o mesmo não é verdade com relação às condições em que a possível saída se daria.

23. Neste ponto, à luz das provas dos autos, entendo que tem razão a defesa ao afirmar que o escopo preciso do trabalho não foi revelado para a Acusada e também me parece inequívoco que não se tinha, naquele momento, conhecimento das condições que viriam a ser finalmente definidas para a saída daquele executivo. Por outro lado, parece-me forçoso reconhecer que ainda em 13 de abril de 2018, cinco meses antes das operações investigadas, Grace Tourinho estava ciente de firmes estudos, conduzidos por renomada empresa especializada, voltados a avaliar o valor de JSF para a Companhia e os impactos de sua saída “imediate e/ou de curto prazo”.

24. De fato, segundo reportou a Spencer Stuart (doc. SEI 0799016), Grace Tourinho “foi informada acerca do objetivo da entrevista, que seria para obtenção de referências acerca de JSF em um contexto de avaliação do executivo”. Outra depoente, também entrevistada pela Spencer Stuart, informou que a entrevista incluía uma avaliação sobre manter JSF ou não na Companhia (doc. SEI 0763309 e 0763278). O rol de perguntas que foram formuladas a essa depoente e à Grace Tourinho é bastante esclarecedor:

(i) breve descrição do histórico profissional da entrevistada; (ii) visão geral da entrevistada acerca de JSF; (iii) contribuições de JSF para a Qualicorp no que diz respeito a uma visão estratégica de mercado; (iv) contribuições de JSF no âmbito da liderança dos times da Qualicorp; (v) avaliação da entrevistada acerca do nível de receptividade existente por JSF para recebimento de feedbacks e consequentemente na aceitação de pontos de vista distintos dos seus; (vi) contribuições de JSF para promoção do trabalho em equipe na Qualicorp; (vii) contribuições de JSF para a governança corporativa da Qualicorp; (viii) avaliação da entrevistada sobre a reputação interna e externa de JSF; (ix) avaliação da entrevistada dos principais impactos e risco no caso da necessidade de sucessão imediata e/ou de curto prazo para a posição de Diretor Presidente da Qualicorp; e (x) avaliação da entrevistada acerca do risco de perda de JSF.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

25. Assim, quanto a esse indício indicado pela Acusação, entendo que no momento da entrevista com a Spencer Stuart a Acusada não possuía informações precisas sobre o conteúdo das negociações em curso com JSF nem sobre o *timing* de sua conclusão e divulgação ao público. Inegavelmente, entretanto, em meados de abril, era de seu conhecimento a condução de firmes estudos voltados à avaliação do valor daquele executivo para a Companhia e sobre os impactos de sua saída imediata ou de curto prazo, informação relevante não disponível ao público e que circulava nos órgãos da administração.

II.2.2. ESTUDO SOBRE O IMPACTO FINANCEIRO DECORRENTE DA SAÍDA DE EXECUTIVO

26. Em 28 de maio do mesmo ano, o presidente do Conselho de Administração comunicou Grace Tourinho que o Conselho estava analisando a negociação de um pacote de saída e não competição de executivo da Companhia envolvendo: (a) o pagamento de R\$ 100 milhões em dinheiro, à vista, e (b) a entrega de ações da Companhia no valor de R\$ 150 milhões em três parcelas, no terceiro, quarto e quinto anos após a celebração do contrato. Em seguida, solicitou que a Acusada analisasse os seguintes aspectos relacionados ao pacto acima referido: (a) como ficaria o efeito do pagamento no lucro líquido da Companhia, e (b) como ficaria a posição de caixa da Companhia, após sua realização.

27. Em 12 de junho, a Acusada apresentou o estudo ao CA em reunião na qual os presentes discutiram e fizeram exercício com o uso da planilha.⁹

28. A defesa afirma que, no escopo do trabalho solicitado, não foram detalhadas à Grace Tourinho a existência de negociações, se e quando se pretendia assinar um acordo ou quais os termos gerais pretendidos, sendo mais lógico imaginar que se tratava de um estudo sobre a remuneração de executivos da Companhia (item 23 da defesa). Ademais, ainda que a Acusada quisesse deduzir desse estudo informações confidenciais, ela não conseguiria fazê-lo, pois era extremamente vago, impreciso e tornou-se descolado da realidade ao final das negociações.

29. O voto do i. Relator, por sua vez, afirma ser possível supor que Grace Tourinho soubesse que se tratava de pacote direcionado a JSF, na medida em que sua entrevista com a consultoria Spencer Stuart teve como foco as contribuições de JSF para a Qualicorp e os impactos que a saída do executivo poderia produzir para a Companhia, além da magnitude dos valores envolvidos, que poderiam igualmente a fazer inferir que se tratava de JSF.

⁹ Informações prestada pelo próprio presidente do Conselho de Administração, que solicitou o estudo e o analisou na mencionada reunião (doc. SEI 0799014).



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

30. Ressalta, contudo, que o tempo transcorrido entre a apresentação da simulação de impacto financeiro solicitada pelo presidente do Conselho, em 12.06.2018, e a venda das Ações, em 18.09.2018 e 19.09.2018, sugere que a informação em questão não teria sido utilizada pelos Acusados para a venda de suas Ações.

31. A meu ver, considerando as informações que já eram comprovadamente do conhecimento da Acusada e dadas as premissas do estudo, nos termos em que fixados pelo presidente do Conselho de Administração, Grace Tourinho sabia se tratar de um pacote direcionado a JSF como decorrência dos estudos realizados pela Spencer Stuart, dos quais participou como entrevistada. As premissas não eram vagas nem imprecisas, tampouco poderiam confundir-se com alteração na remuneração de executivos.

32. Por outro lado, os parâmetros avaliados para o pacote de saída e não competição do executivo analisados naquela oportunidade efetivamente diferiam dos valores líquidos e da forma de pagamento que viria ser definida ao fim das negociações. O estudo, de fato, foi realizado meses antes das operações investigadas. São fatos que permitem concluir que a negociação de ativos pelos Acusados não teve por fundamento apenas as informações obtidas até aquele momento, junho de 2018.

33. Verifica-se, entretanto, a comprovação de que Grace Tourinho alcançava constantemente mais informações a respeito das negociações em curso, tanto em relação ao seu escopo quanto em relação às condições financeiras e o impacto sobre a Companhia. Em junho de 2018, ela já sabia que um amplo estudo realizado por empresa especializada culminava com debates no Conselho de Administração sobre um vultuoso pacote de não competição a ser oferecido a JSF.

II.2.3. TIMING DAS OPERAÇÕES

34. Nos dias 18 e 19 de setembro de 2018, os Acusados venderam 529.900 ações ordinárias de emissão da Companhia (QUAL3) pelo valor aproximado de R\$ 8.590.970,00. As negociações deles com esse ativo em 2018 foram sintetizadas no termo de acusação na forma da Tabela I, que reproduzo abaixo:

Investidor	Pregão	Quantidade		Cotação média	Valor bruto	
		Compra	Venda		Compra	Venda
Grace Tourinho	01/02/2018		6.200	R\$ 31,51		R\$ 195.362,00
José Tourinho	19/03/2018	50.000	-	R\$ 22,54	R\$ 1.127.226,00	
José Tourinho	04/04/2018	20.000	-	R\$ 21,92	R\$ 438.400,00	
José Tourinho	28/05/2018	30.000	-	R\$ 18,15	R\$ 544.500,00	
Grace Tourinho	18/09/2018		200.000	R\$ 16,14		R\$ 3.228.851,00
José Tourinho	19/09/2018		100.000	R\$ 16,40		R\$ 1.639.857,00
Grace Tourinho	19/09/2018		229.900	R\$ 16,19		R\$ 3.722.262,00
TOTAL		100.000	536.100		R\$ 2.110.126,00	R\$ 8.706.332,00

35. Na Companhia, conforme depoimento do presidente do Conselho de Administração (doc. SEI 0763279 e 0763280), o tema do acordo com JSF foi



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

definitivamente incluído na reunião do Conselho de 12 de setembro de 2018. A partir dessa data, foram realizadas uma série de reuniões noturnas diárias na sede da Companhia, envolvendo JSF, membros do CA e advogados externos até que, nos dias 18 e 19 de setembro, os conselheiros aprovaram formalmente os termos do acordo. No dia 20 de setembro, foi divulgado o bloqueio das negociações de ações da Companhia.

36. No dia 1º de outubro de 2018, a Qualicorp publicou o fato relevante por meio do qual comunicava que “de acordo com aprovação unânime do seu Conselho de Administração, a Companhia celebrou Contrato de Assunção de Obrigação de Não Alienação de Ações e Não Competição de Negócios com o JSF, acionista da Companhia e detentor indireto de cerca de 15% (...)”. A notícia foi mal recebida pelo mercado, de forma que as ações QUAL3 fecharam o pregão de 1º de outubro pela cotação de R\$ 11,21 (-30,8%).

37. Ao venderem suas ações exatamente nos dias em que o CA encerrava os termos do acordo e na véspera do bloqueio das negociações, os Acusados evitaram perda de R\$ 2.649.500,00, decorrente da queda da cotação do ativo que iria ocorrer com a necessária divulgação do fato relevante.

38. A defesa alega que a Acusada somente teve contato com as negociações travadas com JSF e com a minuta do Contrato no dia 21.09.2018, cujos termos gerais vieram a ser aprovados em 25.09.2018 (término da RCA iniciada em 12.09.2018) e celebrado em 28.09.2018, ou seja: teria tomado conhecimento da informação relevante, em momento posterior à realização das Operações, que ocorreram em 18 e 19.09.2018.

39. Afirma que, caso antes conhecesse o teor das negociações com JSF, a Acusada não teria se manifestado com tamanho inconformismo em relação aos termos do contrato somente após o recebimento de sua minuta em 21.09.2018, como o fez por correspondência eletrônica direcionada aos membros do CA às 15h39 do dia 24.09.2018 (Anexo 11 da defesa).

40. O voto do i. Relator reconhece que o momento em que as vendas foram realizadas (18.09.2018 e 19.09.2019) coincide com a data em que os parâmetros para a celebração do contrato foram validados por e-mail pelos membros do Conselho de Administração, fazendo parecer plausível a hipótese de que os Acusados estavam de posse de informação privilegiada. O Relator, entretanto, analisa o *timing* em conjunto com a atipicidade da operação e seus fundamentos econômicos, o que farei separadamente neste voto.

41. A meu ver, o *timing* das operações investigadas neste processo é um forte indício a corroborar a presunção de acesso e negociação em posse de informação privilegiada. As vendas de ações QUAL3 foram realizadas exatamente quando se encerravam as negociações no âmbito do CA e, portanto, a informação privilegiada inequivocamente existia e ainda não estava disponível ao público. De fato, os estudos



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 abrangeram a entrevista com a Spencer Stuart e a análise financeira solicitada à DRI pelo CA culminaram com a aprovação do acordo nos dias 18 e 19 de setembro de 2018, mesmos dias em que os Acusados venderam suas ações e, assim, evitaram prejuízo financeiro significativo.

42. Analisando os e-mails trocados entre os membros do CA e considerando o aviso de bloqueio das negociações no dia 20 de setembro, não resta dúvida de que a informação relevante existia nos dias 18 e 19 de setembro, razão pela qual desconsidero a alegação de que os termos gerais do contrato teriam sido definidos apenas em 25 de setembro e que o contrato foi firmado apenas no dia 28 daquele mês. Com efeito, mesmo que se pudesse dizer que nos dias 18 e 19 não eram conhecidos os exatos termos em que seria concluído o acordo, cuja negociação estava na reta final, isso não elidiria a existência de informação privilegiada naquele período.

43. Por fim, quanto à carta enviada pela Acusada aos membros do CA em 24 de setembro, verifico que a missiva efetivamente destaca preocupações com o balanço e a imagem da Companhia perante o mercado em razão do contrato celebrado. Deve-se reconhecer, entretanto, que a Acusada não foi totalmente surpreendida pelo resultado da negociação, já que em junho do mesmo ano ela havia preparado uma análise do impacto sobre o balanço decorrente de um acordo de não competição com o executivo. Muitas das linhas escritas na mensagem seriam igualmente pertinentes, ainda que com adaptações dados os valores e condições finais envolvidos, caso as negociações tivessem sido concluídas em linha com os parâmetros que a Acusada já comprovadamente conhecia.

44. Além disso, o teor da carta demonstra que a Acusada tinha absoluta consciência de que a divulgação do acordo com JSF impactaria negativamente a cotação das ações da Qualicorp, ou seja, conhecia a materialidade da informação, a constituir mais um indício da efetiva utilização da informação privilegiada para evitar prejuízo.

II.2.4. ATIPICIDADE E FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DAS OPERAÇÕES

45. A atipicidade das operações é tema mal abordado entre os argumentos aduzidos ao processo. Neste tópico, em casos de *insider trading*, analisa-se comumente a frequência com que os acusados negociam o ativo, o mercado em que transacionam (à vista, a termo, futuro), o volume das negociações, o perfil do investidor e sua tendência compradora ou vendedora, etc. A Acusação assim descreve a atipicidade das negociações investigadas:

30. Considerados os anos de 2017 e 2018, houve uma razoável mudança no perfil de operações em nome dos dois acusados. No ano de 2017, portaram-se como investidores relativamente ativos, com operações em mais de 70 pregões diferentes, em alguns casos com



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

volumes negociados bem expressivos: dentre os papéis negociados, pode-se mencionar as (...), dentre outras. Mas a atividade esteve mais ligada à negociação de ações da própria Qualicorp: um volume de operações que ultrapassou R\$ 43 milhões, em nome da Sra. Grace Tourinho, exclusivamente na ponta vendedora, com operações em 21 pregões distintos (distribuídos de maio a outubro de 2017), envolvendo 1.363.900 ações QUAL3.

31. Em 2018 o volume de atividades foi sensivelmente menor, com um número reduzido de papéis e montantes negociados mais modestos. Dentre outras operações menos representativas, além de operações com (...), o maior destaque esteve com as ações da própria Qualicorp, com a já mencionada distribuição de negócios, com destaque para a atipicidade das vendas nos dias 18 e 19 de setembro de 2018.

46. Não há nos autos qualquer documento sobre as negociações dos Acusados com as ações de emissão da Companhia nos anos anteriores a 2018. Não há uma análise mais detida da Acusação quanto ao comportamento dos Acusados em relação às ações, salvo o parágrafo acima. Tampouco a defesa aborda o tema sob essa perspectiva.

47. Apenas com esses dados, o voto do i. Relator afirma que o histórico das operações realizadas pelos Acusados com QUAL3, notadamente nos anos de 2017 e no primeiro semestre de 2018, não autorizam, necessariamente, a conclusão de que a alienação desses ativos pelos Acusados teria sido motivada pela informação privilegiada de que supostamente a Acusada tinha conhecimento. Nota que a venda de expressiva quantidade de QUAL3 em 2017 vai na contramão do quanto alegado pela Acusação, de que houve estratégia súbita de reversão da posição.

48. Nada obstante, entendo ser possível verificar que o volume das vendas realizadas nos dias 18 e 19 de setembro é muito superior ao volume médio das vendas realizadas no ano de 2017. Considerando apenas as informações constantes dos autos, incluindo as gravações telefônicas, é possível também vislumbrar que, nesses dias, os Acusados responderam por grande parte da pressão vendedora do papel, que se manteve com baixa variação de valor em razão da orientação de que as vendas não impactassem negativamente a cotação do ativo.

49. As vendas realizadas em 18 e 19 de setembro tinham por objetivo zerar posição dos Acusados em QUAL3, fato que foi obstado pelo início do período de bloqueio de negociação dos ativos em 20 de setembro. Essa decisão de desinvestimento também pode ser considerada atípica quando comparada com as compras que haviam sido realizadas em março, abril e maio (ver tabela constante do item 33). Naquelas oportunidades, as compras foram justificadas pela queda que a cotação do ativo vinha sofrendo desde o início do ano. Ocorre, contudo, que a cotação continuou caindo nos meses subsequentes, o que naquela linha, justificaria novas compras e, não, uma súbita determinação de zeragem de posição.



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

50. Com efeito, a defesa afirma que “o perfil de investimento do Sr. José, também aplicado à carteira da Sra. Grace e filhos do casal, consistiria basicamente em aproveitar momentos de queda na cotação de ações emitidas por companhias maduras e sólidas para a compra de participação com o intuito de (dependendo do histórico e característica da companhia): (i) posterior manutenção do ativo e recebimento de dividendos; ou (ii) revenda quando do retorno da cotação desses títulos à patamares elevados”. Ainda que a afirmativa não tenha sido melhor corroborada com dados históricos objetivos, a assertiva justificaria tão somente a compra de QUAL3 em março, abril e maio de 2018, e seria dissonante com o propósito de zeragem da posição em setembro.

51. Quanto às vendas realizadas em 18 e 19 de setembro, a defesa afirma que, naquele momento, apesar da contínua queda da cotação das ações de emissão da Companhia, os Acusados prefeririam zerar a posição para comprar ações de emissão de outra companhia que seria foco de investimento familiar desde 2008 e também teria sofrido desvalorização expressiva na cotação das ações de sua emissão. Sustenta também que parte do caixa gerado pelas vendas poderia ter como destinação a compra de um imóvel.

52. Em que se pesem as razões de defesa, não verifico a correlação entre a expressiva venda de QUAL3 e a compra de ações de emissão de outra companhia, primeiro porque a montagem da posição dos Acusados em ações de emissão dessa outra companhia ocorreu bem antes, especialmente em fevereiro e maio, da venda das ações de emissão da Companhia. Segundo porque não houve qualquer demonstração objetiva de que os recursos auferidos com a venda eram necessários para a concretização do sugerido plano informal de investimentos.

53. Quanto à aquisição de imóvel, a defesa traz um diálogo entre o acusado e um corretor de imóveis (anexo 13 da defesa) para comprovar a alegação do acusado em seu depoimento. A transcrição da conversa, entretanto, não permite concluir se algum negócio foi efetivamente realizado, nem quando, como ou por qual valor foi realizado. Além disso, o contrato de promessa de compra e venda apresentado na tréplica da defesa (anexo 9) comprova uma operação realizada em junho de 2019 e por valor muito inferior ao resultado das vendas concretizadas em 18 e 19 de setembro.

54. Desse modo, tenho que os alegados fundamentos econômicos não lograram comprovar que a venda das ações da Qualicorp tenha sido motivada por outra razão senão pela ciência e uso da informação privilegiada pelos Acusados.

II.2.5. DAS GRAVAÇÕES TELEFÔNICAS

55. A gravação telefônica das tratativas mantidas entre o investidor e o intermediário tem sido considerada uma das provas mais contundentes da prática 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

negociação com uso de informação privilegiada. Não à toa. Diante de outros elementos como o volume das operações, o *timing*, o relacionamento com a administração da companhia, entre outros, a gravação telefônica é prova claramente mais direta e autoevidente do comportamento do investidor¹⁰. No caso vertente, considerando os diversos argumentos da acusação, da defesa e também as ponderações do voto do i. Relator, pretendo ressaltar os aspectos que corroboram minha convicção quanto ao uso de informação privilegiada pelos Acusados.

56. Nesse sentido, destaco inicialmente a gravação do diálogo entre Grace Tourinho e um operador em 1º de fevereiro de 2018 (doc. SEI 0763260, “Anexo Subsídios – Ofício 7-2019 (parte 2), arquivo c0048-20180201165113). Apesar de a defesa afirmar que “os investimentos estavam exclusivamente a cargo do Sr. José e que a Sra. Grace não participava”, essa gravação telefônica demonstra claramente o papel ativo da Acusada na condução dos investimentos. Mais do que isso, a gravação demonstra que a Acusada acompanhava detidamente o mercado e a cotação dos ativos, além de ter experiência na condução de operações no mercado. Não convence a tese de que Grace Tourinho estivesse alheia aos negócios familiares.

57. Especificamente em relação às negociações realizadas em 18 e 19 de setembro, os arquivos c0048-20180918161253 e c0048-20180918163203 (doc. SEI 0763260, “Anexo Subsídios – Ofício 7-2019 (parte 2)”) são absolutamente reveladores do conhecimento e da concordância da Acusada com o início do processo de venda das ações de emissão da Companhia. O primeiro desses arquivos apresenta a primeira ordem de venda, realizada dia 18.09.2018, às 16h12m53s. José Tourinho liga para a corretora e aparentemente Grace Tourinho o indaga sobre se já havia tratado com o operador, ao que José Tourinho responde: “[já] estou falando com ele, Grace”.

58. O segundo arquivo apresenta a ligação do operador para José Tourinho, realizada 20 minutos depois da primeira. O operador equivocadamente disca para o número do celular de Grace Tourinho, que atende. Ciente do equívoco, a Acusada não se limita a informar que as negociações estão a cargo de José Tourinho; ao contrário, indaga sobre os resultados obtidos até aquele momento e comanda: “vai vendendo”, “e aí você fala com ele para ver se precisa de mais” e “não mexe no preço da ação, não, viu?”.

59. Não passa despercebido também o fato de que, em manifestação formal dirigida a esta Autarquia, José Tourinho inicialmente negou que a Acusada tivesse conhecimento prévio da decisão de desinvestir. Grace Tourinho, por sua vez, afirmou

¹⁰ Nesse sentido, o PAS CVM RJ2012/9808, de 18 de dezembro de 2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu. Cita-se: “O dolo, elemento nem sempre fácil de ser caracterizado nos casos de manipulação, está amplamente comprovado na atuação da Acusada, pois resta clara a sua intenção de forçar a baixa do preço das ações, comprovada ou pela transcrição das conversas havidas entre seus representantes e o operador da Itaú Corretora, ou pelo fato de as decisões de venda não estarem em consonância com a estratégia muito bem fundamentada de buy and hold, arguida na defesa e pelas declarações da Acusada (...).”



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 não teve participação na decisão de realização das operações investigadas e na transmissão das ordens, tendo sido comunicada das referidas transações ao final dos dias 18 e 19, quando já haviam sido decididas e realizadas¹¹. Ambas as afirmativas, entretanto, foram rechaçadas pelas gravações.

60. A defesa, posteriormente, alega ser “perfeitamente normal que na hora ela até se lembrasse, pois o Sr. José tinha recentemente comentado, mas que tenha se esquecido posteriormente do ocorrido”. Argumento que também não convence.

III. CONCLUSÃO E RESPONSABILIDADES

61. Nos termos das razões constantes deste voto, a par das pertinentes ponderações constantes do voto do Relator, concluo que Grace Tourinho e José Tourinho realizaram a venda de ações de emissão da Companhia mediante a utilização de informação relevante não disponível ao público (informação privilegiada). Além da presunção de acesso e uso da informação privilegiada nas referidas vendas, constam dos autos indícios múltiplos, consistentes e convergentes relacionados ao *timing*, à atipicidade, ao fundamento econômico da operação e às ordens de venda por ligação telefônica, que me levam a segura e firme conclusão de que a Acusada violou o art. 155, §1º, da Lei n.º 6.404/76, combinado com o art. 13, *caput* da Instrução CVM n° 358/2002, e o Acusado violou o art. 155, § 4º, da Lei n.º 6.404/76, combinado com o art. 13, §1º, da Instrução CVM n° 358/2002.

62. Aduzo, por fim, que o fato de a Acusada ter notificado a Companhia das transações realizadas em seu nome, nos termos do artigo 11 da Instrução CVM n° 358/2002, não pode ser considerado uma circunstância atenuante da infração ou mesmo um contraindício de sua prática, pois trata-se do mero cumprimento da exigência regulatória.

63. De modo a conferir a devida proporcionalidade às penas aplicadas aos Acusados, considerando também os precedentes deste Colegiado em relação a penas aplicadas a *insider* primário, como é o caso da Acusada, concluo pela aplicação de uma pena de multa correspondente a duas vezes o prejuízo evitado na negociação de ações de emissão da Qualicorp. Como os Acusados atuaram em conjunto e, em princípio, compartilharam igualmente o benefício econômico da infração, a penalidade pecuniária deverá ser igualmente distribuída.

¹¹ A rigor, a declaração de Grace Tourinho é mais categórica: “(...) não tive controle, participação ou benefício da transação realizada pelo Sr. Tourinho o dia 19 de setembro de 2018 (...) na data da transação, não possuía – nem tampouco o Sr. Tourinho – conhecimento sobre as tratatativas iniciais que viriam a ser objeto de divulgação de fato relevante” (doc. SEI 763269).



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. Do exposto, com base no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto pelas seguintes condenações:

a) Grace Cury de Almeida Gonçalves Tourinho, na qualidade de Diretora de Relações com Investidores da Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., à pena de multa pecuniária no valor de **R\$ 2.809.971,47 (dois milhões oitocentos e nove mil novecentos e setenta e um reais e quarenta e sete centavos)**¹², por, de posse de informação privilegiada, ter concorrido para a realização da venda de 529.900 ações ordinárias de emissão da Companhia, nos dias 18 e 19 de setembro de 2018, em violação ao disposto no artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002; e

b) José Antonio Bacellar Gonçalves Tourinho, à pena de multa pecuniária no valor de **R\$ 2.809.971,47 (dois milhões oitocentos e nove mil novecentos e setenta e um reais e quarenta e sete centavos)**¹³, por, de posse de informação privilegiada, ter concorrido para a realização da venda de 529.900 ações ordinárias de emissão da Companhia, nos dias 18 e 19 de setembro de 2018, em violação ao disposto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

65. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/Nº 303/2019 (doc. SEI 0872708).

É o voto.

Rio de Janeiro, 1º de dezembro de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR

¹² Valor atualizados pelo IPCA-E de setembro de 2018 a setembro de 2020.

¹³ Valor atualizados pelo IPCA-E de setembro de 2018 a setembro de 2020.