

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM nº RJ2014/13353

- Acusados: Cristiano Jacó Renner
Edson Queiroz Barcelos Junior
José Maria de Cesarino Henriques Soares
Michael Lenn Ceitlin
Paulo Roberto Leke
Zhepar Participações Ltda.
Ya Global Investments BR, LLC.
- Ementa: Práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários – *Absolvições, multas pecuniárias, inabilitação e proibição temporárias.*
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:
1. Com fundamento no inciso VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/76, APLICAR à **YA Global Investments BR LLC a penalidade de proibição temporária por cinco anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários**, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79;
 2. Com fundamento no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/76, aplicar ao acusado **Michael Lenn Ceitlin a penalidade de inabilitação temporária por dois anos para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta**, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79;
 3. Com fundamento no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.404/76, aplicar à **Zepar Participações Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$300.000,00**, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79;
 4. ABSOLVER Michael Lenn Ceitlin da acusação de infração ao disposto no art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009; e
 5. ABSOLVER os acusados Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó Renner, Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares da imputação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Por força do disposto no Decreto nº 8.652/2016, as decisões absolutórias transitam em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM e, com a entrada em vigor da Lei nº 13.506/17, o Colegiado deliberou a concessão aos apenados do prazo de dez dias, contados da data da ciência da decisão para, caso queiram, requerer à CVM o efeito suspensivo da decisão de proibição e de inabilitação temporárias.

Presentes os advogados Danilo Knijnik, Leonardo Vesoloski e Marcelo Pereira.

Presente o Procurador-federal Leonardo Montanholi dos Santos, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Pablo Renteria, Relator, Gustavo Borba, Gustavo Machado Gonzalez e o Presidente da CVM, Marcelo Santos Barbosa, que presidiu a Sessão.

Ausente o Diretor Henrique Balduino Machado Moreira.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2017.

Pablo Renteria
Diretor-Relator

Marcelo Barbosa
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/13353

Acusados: Michael Lenn Ceitlin
Paulo Roberto Leke
Cristiano Jacó Renner
Edson Queiroz Barcelos Junior
José Maria de Cesarino Henriques Soares
Zephar Participações Ltda.
YA Global Investments BR, LLC

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (Instrução CVM nº 08/1979, I e II, *d*) e atualização intempestiva do Formulário de Referência (Instrução CVM nº 480/2009, art. 24, caput, e §3º, II).

Relator: Diretor Pablo Renteria

RELATÓRIO

I – Origem.

1. Este processo sancionador tem origem na fiscalização de rotina da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), a partir da divulgação, em 26.4.2012, de aumento de capital, por subscrição particular, da Mundial S.A. – Produtos de Consumo ("Mundial" ou "Companhia").

II – Relato dos Fatos.

II.1 - Stand-by Equity Distribution Agreement ("SEDA").

2. Em Comunicado ao Mercado divulgado em 15.7.2011 (fls. 72), a Companhia informou que havia celebrado, em 14.7.2011, o SEDA com o **YA Global Investments BR** ("Fundo Global"), cuja gestão competia a **Yorkville Advisors, LLC**, de Nova Jersey, Estados Unidos da América.

3. Tal contratação se deu na esteira da deliberação do Conselho de Administração da Companhia, que havia decidido, em 15.6.2011, "*autorizar à diretoria executiva que proceda às negociações da contratação do Fundo, desde que não ultrapassem 3% (três por cento) os custos de colocação*" (fls. 146).

4. O SEDA estabeleceu (fls. 30 a 71), dentre outras, as seguintes condições contratuais:

- (a) a Companhia poderia, a qualquer momento, durante o prazo de 24 meses, solicitar que o Fundo Global subscrevesse novas ações, até o limite de US\$50 milhões (Preâmbulo – fls. 30), sendo que cada subscrição não poderia exceder o limite de US\$5 milhões – a menos que outro valor fosse previamente acordado entre as partes – e 4,99% das ações da Companhia (Definições – fls. 33).
- (b) o preço de subscrição deveria ser equivalente ao maior entre: (i) 97% do preço médio das três menores cotações médias diárias, ponderadas pelo volume, no período de precificação de 10 pregões ("Período de Precificação"), iniciado no dia seguinte ao recebimento pelo Fundo Global de notificação prévia enviada pela Companhia, solicitando a subscrição de ações ("Notificação Prévia")¹; e (ii) o preço mínimo aceitável ("Preço Mínimo Aceitável") definido pela Companhia e informado na Notificação Prévia (Definições – fls. 33 e 34).
- (c) a Companhia tomava ciência e concordava com a possibilidade de o Fundo Global vender ações de sua emissão a qualquer tempo, inclusive durante o período de precificação (Cláusula 2.04 – fls. 41);
- (d) o período de precificação não poderia iniciar-se antes de o Fundo Global receber emprestadas ações de emissão da Companhia em valor de mercado equivalente ao montante solicitado na Notificação Prévia (Cláusula 7.01.n – fls. 54);
- (e) em contrapartida, a Companhia pagaria comissão (**Commitment Fee**) equivalente a 2% do valor total do contrato (US\$ 1 milhão), dos quais 50% seriam revertidos em favor do Fundo Global e os outros 50% ao Banif Banco de Investimento Brasil S.A. (Cláusula 11.04.a – fls. 57 e 58);
- (f) a comissão deveria ser satisfeita em 4 parcelas de US\$ 250.000,00, sendo cada uma devida após a conclusão de cada uma dos 4 primeiras subscrições (Cláusula 11.04.a – fls. 57 e 58);
- (g) caso a Companhia não enviasse a primeira Notificação Prévia nos 2 meses seguintes à assinatura do SEDA, a primeira parcela da comissão deveria então ser desembolsada (Cláusula 11.04.a – fls. 57 e 58);
- (h) caso a Companhia não enviasse a segunda Notificação Prévia nos 4 meses seguintes à assinatura do SEDA, a segunda parcela deveria então ser quitada (Cláusula 11.04.a – fls. 57 e 58); e
- (i) adicionalmente à comissão acima referida, a Companhia deveria, por ocasião de cada subscrição, pagar o montante de 1% do valor bruto da subscrição

(**Advance Fee**), sendo 50% destinados ao Fundo Global e os outros 50% ao Banif Banco de Investimento Brasil S.A (Cláusula 11.04.b – fls. 58) .

- (j) na data de assinatura do contrato, a Companhia se comprometia a pagar ainda o valor de US\$ 50 mil (**Structuring and Due Diligence Fee e Counsel Fee**, Cláusulas 11.04.c e 11.04.d – fls. 58).

II.2 - Share Lending Agreement ("SLA").

5. Em 13.3.2012², foi celebrado contrato de empréstimo de ações entre o Fundo Global, como tomador, e a Zhepar Participações Ltda. ("Zephar"), como credora (fls. 73-83). Em virtude do ajuste, a credora disponibilizava 8.000.000 de ações ao Fundo Global, em contrapartida ao recebimento de comissão no valor de R\$1.000,00. De acordo com o contrato, a credora assumia o pagamento das taxas devidas à Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC.

6. De acordo com informações prestadas pela Mundial (fls. 94), a Zhepar transferiu, em 29.3.2012, 5.200.000 ações ao Fundo Global (fls. 143). Conforme informações obtidas junto à BM&FBovespa (fls. 169 e 170), os empréstimos tinham prazo de seis meses, sendo o preço inicial R\$ 0,43 (preço médio do dia anterior ao início do contrato) e a taxa tomadora 0,51% a.a.

7. O contrato de empréstimo de ações foi firmado por Michael Ceitlin, diretor da Zephar. Conforme apurado pela SEP, Michael Ceitlin declarou, no âmbito do processo RJ2012/8212, possuir 98% das cotas da Zephar (fls. 263). O mesmo profissional também ocupava os cargos de Diretor de Relações com investidores e Presidente do Conselho de Administração da Mundial.

II.3 – Primeira subscrição realizada nos termos do SEDA.

8. Em 9.4.2012, o Fundo Global e a Companhia firmaram **Letter Agreement** (fls. 84 e 85), por meio do qual estabeleceram os parâmetros da primeira subscrição a ser realizada nos termos do SEDA. Segundo o acordado (item 3 do referido documento), o Fundo Global não estaria obrigado a subscrever número de ações superior ao que havia tomado em empréstimo (5.200.000 ações). Na mesma data, a Companhia enviou Notificação Prévia ao Fundo Global, solicitando o aporte de R\$ 2.080.000,00. Nesse documento, foi indicado que o Preço Mínimo Aceitável era R\$ 0,36 (fls. 86 e 87).

9. O Período de Precificação transcorreu de 9.4.2012 a 20.4.2012. Durante o período de precificação, o valor da ação caiu 8,05%, saindo de R\$ 0,3998 para R\$ 0,3676.

10. No **Settlement Document**, firmado em 26.4.2012 (fls. 96-98), ajustou-se que o Fundo Global subscreveria 4.594.594 ações ao preço unitário de R\$0,37, no valor total de R\$1.700.000,00. No mesmo dia, o Conselho de Administração se reuniu para aprovar a realização do aumento de capital e fixar o preço de emissão em R\$0,37 (fls. 4), apresentando como justificativa que tal preço havia sido definido com base na cotação média das ações nos 36 últimos pregões de negociação, aplicando-se um deságio de 15%, nos termos do artigo 170, §1º, III, da Lei 6.404/1976. O **Settlement Document** também relaciona os custos da subscrição para a Companhia, quais sejam: (i) **commitment fee** de US\$250.000 dividida em duas parcelas de R\$235.275,00³, uma devida ao Banif Banco de Investimento (Brasil) S.A., e outra devida à Yorkville Advisors, LLC; e (ii) **advanced FEE**, de R\$17.000,00, correspondente a 1% do valor da subscrição, dividida em duas parcelas de R\$8.500,00, perfazendo um compromisso total líquido de R\$1.212.450,00.

11. Em razão do aumento de capital, o capital social da Companhia passou de R\$28.794.105,18 para R\$43.794.105,18, com acréscimo de 52,09%. A quantidade de ações aumentou de 15,77%, passando de 257.090.672 para 297.631.213 ações ordinárias. O Fundo Global adquiriu 4.594.594 ações, que representaram 11,33% do aumento e 1,54% do capital social após a subscrição.

12. A tabela a seguir (fls. 102-104) relaciona os principais acionistas que participaram do aumento de capital, valendo mencionar que os acionistas majoritários, titulares de 52,14% do capital social da Companhia (fls. 256), foram responsáveis pela subscrição de 71,30% das novas ações:

Acionista	Qt de Ações	%
Zephar Participações Ltda	13.281.949	32,76%
W. I. Ltda./H.	6.450.087	15,91%
M. F. F.	6.101.081	15,05%
H. P. Ltda./W	5.172.063	12,76%
YA Global Investments BR, LLC	4.594.595	11,33%
E. A. P. Çtda	3.353.075	8,27%
J. C. C.	821.811	2,03%
Z. A. P. Ltda	648.111	1,60%
Demais Acionistas	117.769	0,29%
Total do aumento de capital	40.540.541	100,00%

13. O resumo cronológico dos fatos relacionados ao aumento de capital segue abaixo:

	15.6.2011	C.A. aprova projeto de capitalização por meio de SEDA
	14.7.2011	Celebração do SEDA entre Companhia e Fundo
	15.7.2011	Comunicado ao mercado informando sobre celebração do SEDA
	13.3.2012	Celebrado Contrato de empréstimo de ações entre o Fundo e Zhepar
	29.3.2012	Fundo toma ações emprestadas de Zhepar
	9.4.2012	Comunicado de adiantamento pela Companhia ao Fundo Confirmação de investimento pelo Fundo Início do período de precificação para o Fundo
	23.4.2012	
	26.4.2012	C.A. aprova aumento de capital de R\$ 15 milhões Comunicado ao Mercado sobre aumento de capital Documento de Liquidação enviado pelo Fundo
	9.5.2012	Aviso aos Acionistas com informações adicionais sobre aumento de capital
	18.5.2012	
	5.6.2012	Comunicado ao Mercado acerca da subscrição inicial
	19.6.2012	C.A. homologa aumento de capital
	20.6.2012	Comunicado ao Mercado sobre homologação do aumento de capital
	6.7.2012	Fundo devolve ações emprestadas

III – Acusação.

14. A SEP concluiu que houve descumprimento do artigo 24, *caput*, e §3º, da Instrução CVM nº 480/2009, bem como a configuração de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta tipificada na alínea 'd' do item II e vedada no item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979 e considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei 6.385/1976.

III.1 – Atualização intempestiva do Formulário de Referência.

15. Considerando que o capital social da Companhia foi alterado, tendo sido homologado em reunião do conselho de administração ocorrida no dia 19.6.2012, o Formulário de Referência deveria ser sido atualizado até 28.6.2012, ou seja, até sete dias úteis após a referida alteração, conforme descrito no art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009:

"Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24.

§3º - O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até sete dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos:

II – alteração do capital social; (...)".

16. A atualização do Formulário de Referência, porém, aconteceu apenas no dia 3.7.2012. O DRI alegou que o agente de custódia enviou as informações necessárias à atualização apenas no dia 28.6.2012 (termo final do prazo) e que ainda restavam algumas divergências quanto a valores e quantidades subscritos.

17. A área técnica entendeu que todas as informações necessárias à atualização do formulário de referência já eram de conhecimento da Companhia por ocasião da homologação do aumento de capital, tendo concluído pela responsabilização de Michael Lenn Ceiltlin, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores, pelo descumprimento ao art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, ao atualizar intempestivamente o Formulário de Referência/12 da Companhia com as informações sobre o aumento de capital em questão (itens 17.1 e 17.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009 – conteúdo do Formulário de Referência).

III.2 – Da prática não equitativa.

18. No entendimento da área técnica, o aumento de capital em questão apresentou características específicas que o distinguem de operações de aumento de capital “tradicionais”. O SEDA não impedia que o Fundo Global alienasse as ações tomadas emprestadas do acionista controlador durante o Período de Precificação. Ao reverso, o contrato previa que o Fundo Global poderia vender as ações nesse período.

19. Desse modo, o Fundo Global tomou emprestadas ações ordinárias, vendeu-as durante o Período de Precificação e utilizou o montante arrecadado para subscrever o próprio aumento de capital, para, posteriormente, devolver as novas ações subscritas ao acionista controlador. Nada obstante, a previsão da operação de empréstimo ao Fundo Global não foi divulgada ao mercado no Comunicado de 15.7.2011, contrariando o disposto no art. 14 da Instrução CVM nº 480/09, nos termos do qual cabe ao emissor “divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”.

20. Diante disso, a área técnica entendeu que: (i) o Fundo Global operou sem que o mercado estivesse informado de que ele não aportaria recursos próprios à Companhia; (ii) que os acionistas controladores haviam feito um empréstimo de ações; e (iii) que tais ações estavam sendo vendidas durante o Período de Precificação justamente para fazer frente à subscrição de ações. Assim, os investidores podem ter sido induzidos a acreditar que havia um novo investidor disposto a aportar um volume considerável de recursos próprios na Companhia.

21. Embora o DRI da Companhia tenha informado, no curso do procedimento apuratório, que o empréstimo de ação havia sido divulgado no formulário “Valores Mobiliários Negociados e Detidos” de março de 2012 (Instrução CVM nº 358, de 2002, art. 11), a SEP destacou que tal informação foi disponibilizada no sistema IPE em 21.4.2012, antes de o aumento de capital ser divulgado ao mercado, sem que fosse informado, em momento algum, que o empréstimo estava relacionado ao compromisso de subscrição assumido pelo Fundo Global, nos termos do SEDA.

22. Ainda de acordo com a área técnica, o Fundo Global teve conhecimento do Preço Mínimo Aceitável, antes de qualquer outro investidor, por meio do recebimento da Notificação Prévia.

23. Para a SEP, esta operação, conforme estruturada, concederia ao Fundo Global remuneração de 2% do valor total da “linha de **equity**”, acrescida de 1% do valor de cada subscrição, além da possibilidade de ganho quase sem risco, na medida em que

provavelmente este venderia as ações tomadas a um preço superior ao preço de emissão das novas ações.

24. Além disso, de acordo com o SEDA, para cada pregão, durante o Período de Precificação, em que a cotação média fosse inferior ao Preço Mínimo Aceitável, o valor do compromisso de subscrição do Fundo seria reduzido em 10%. Assim, no limite, o valor poderia ser reduzido em 100%, situação em que o Fundo Global não precisaria adquirir nenhuma ação no aumento de capital.

25. Durante o Período de Precificação, o Fundo Global atuou exclusivamente na ponta vendedora, sendo responsável por, aproximadamente, 17% do volume negociado na bolsa. Em que pese tenha tomado emprestadas as ações em 29.3.2012, o Fundo Global começou a vendê-las a partir do início do período de precificação.

26. Em relação à subscrição particular de ações no aumento, como as ações da Companhia continuaram o movimento de queda mesmo após o Período de Precificação, poucos acionistas minoritários exerceram o direito de preferência. Assim, os principais acionistas e pessoas ligadas, incluindo o Fundo Global, adquiriram aproximadamente 99,7% das ações emitidas naquele aumento de capital (fls. 26).

27. De acordo com a área técnica, a deficiência informacional na divulgação das condições do SEDA, bem como o mecanismo de precificação adotado, constituíram-se em meras etapas de execução de ilícito administrativo consubstanciado na prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, nos termos da letra d do item II da Instrução CVM nº 08/79 e vedado pelo item I da referida norma:

"I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação."

28. Para a SEP, a forma enviesada de precificação do aumento de capital e a relevante omissão informacional serviram como forma de execução para que fosse perpetrado o ilícito administrativo de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Por meio de uma série de atos e omissões, o Fundo Global e os Controladores da Mundial viabilizaram, intencionalmente, uma operação que os colocou em "indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade" em face dos demais acionistas que participaram do aumento de capital e de todo o mercado, não informado a respeito dos detalhes da transação levada a efeito.

29. De acordo com o que foi apurado pela SEP, o SEDA era elemento essencial da operação de aumento de capital, já que este era decorrência do próprio acordo. Além disso, o aluguel de ações era condição para execução do SEDA, mas, foi tratado pela Companhia de forma desassociada, como relação comercial que interessava exclusivamente ao controlador e ao Fundo Global.

30. Além do DRI da Companhia, os conselheiros também tinham ciência da contratação do Fundo Global e da sua participação no aumento de capital, conforme Comunicado divulgado no mesmo dia da RCA que aprovou dito aumento: "*o Fundo (...) irá subscrever 3.813.200 ações no valor total de R\$1.410.884,00 nos termos do Stand-by Equity Distribution Agreement celebrado em 14 de julho de 2011*".

31. Sendo assim, a SEP concluiu que devem ser responsabilizados:

- (a) Michael Lenn Ceitlin, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores e Presidente do Conselho de Administração da Mundial S.A. – Produtos de Consumo, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta explicitada na letra d do item II e vedada pelo item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979 e considerada infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, ao (i) aprovar, em RCA de 15.6.2011, a contratação da Linha de Subscrição de Ações com o *YA Global Investments BR, LLC*, no âmbito dos quais se deu o aumento de capital em questão, (ii) aprovar o aumento de capital com a participação do *YA Global Investments BR, LLC* e (iii) não divulgar de forma clara as informações referentes ao aumento de capital em tela, que induziu terceiros a uma percepção equivocada sobre a operação de aumento de capital então proposta, e, assim, colocou o Fundo *YA Global Investments BR, LLC* em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.
- (b) Paulo Roberto Leke e Cristiano Jacó Renner, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Mundial S.A. – Produtos de Consumo, por terem concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta explicitada na letra d do item II e vedada pelo item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979 e considerada infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, ao (i) aprovar, em RCA de 15.6.2011, a contratação da Linha de Subscrição de Ações com o *YA Global Investments BR, LLC*, no âmbito dos quais se deu o aumento de capital em questão, (ii) aprovar o aumento de capital com a participação do *YA Global Investments BR, LLC*, na medida em que, através da divulgação de Comunicado ao Mercado sabidamente incompleto, a Companhia transmitiu ao mercado informação que induziu terceiros a uma percepção equivocada sobre a operação de aumento de capital então proposta, e, assim, colocou o Fundo *YA Global Investments BR, LLC* em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.
- (c) Edson Queiroz Barcelos Junior e Jose Maria de Cesarino Henriques Soares, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Mundial S.A. – Produtos de Consumo, por terem concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta explicitada na letra d do item II e vedada pelo item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979, e considerada infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, ao aprovar o aumento de capital com a participação do *YA Global Investments BR, LLC*, na medida em que, através da divulgação de Comunicado ao Mercado sabidamente incompleto, a Companhia transmitiu ao mercado informação que induziu terceiros a uma percepção equivocada sobre a operação de aumento de capital então proposta, e, assim, colocou o Fundo *YA Global Investments BR, LLC* em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.
- (d) Zephar Participações Ltda., na qualidade de acionista controlador da Mundial S.A. – Produtos de Consumo, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta explicitada na letra d do item II e

vedada pelo item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979 e considerada infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, ao emprestar 5,2 milhões de ações ordinárias emitidas pela Companhia para cumprimento do contrato firmado com o *YA Global Investments BR, LLC*, no âmbito do qual se deu o aumento de capital em questão, tendo em vista a estrutura adotada de precificação do aumento de capital e na medida em que, através da divulgação de Comunicado ao Mercado sabidamente incompleto, a Companhia transmitiu ao mercado informação que induziu terceiros a uma percepção equivocada sobre a operação de aumento de capital então proposta, e, assim, colocando o Fundo *YA Global Investments BR, LLC* em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

- (e) *YA Global Investments BR, LLC*, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta explicitada na letra d do item II e vedada pelo item I, todos da Instrução CVM nº 08/1979, e considerada infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, ao firmar os contratos com a Mundial e os seus acionistas controladores, no âmbito dos quais se deu o aumento de capital em questão, tendo em vista a estrutura adotada de precificação do aumento de capital e na medida em que, através da divulgação de Comunicado ao Mercado sabidamente incompleto, a Companhia transmitiu ao mercado informação que induziu terceiros a uma percepção equivocada sobre a operação de aumento de capital então proposta, e, assim, colocando o Fundo *YA Global Investments BR, LLC* em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

IV – Da Manifestação da PFE.

32. Ao examinar o Termo de Acusação, a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) entendeu que se encontravam satisfatoriamente atendidos os requisitos elencados nos incisos I a IV do art. 6º, bem como a exigência prevista no art. 11, ambos da Deliberação CVM nº 538/2008 (fls. 272 a 276).

33. Além disso, a PFE entendeu que o Ministério Público Federal no Estado do Rio Grande do Sul deveria ser comunicado, tendo em vista que os fatos relatados no presente processo administrativo sancionador “*se amoldam, ao menos em tese, sob o ponto de vista formal e material, à conduta penalmente tipificada pelo art. 6º da Lei nº 7.492/86*” (fls. 275).

V – Das Defesas.

34. Devidamente intimados, os acusados, à exceção do Fundo Global, apresentaram as suas defesas.

35. Sendo investidor não residente, o Fundo Global foi intimado para apresentar defesa por intermédio de seu representante *Citibank DTVM S.A.* (“*Citibank*”). Este informou que manteve vínculo contratual com o acusado de 1.10.2010 a 24.6.2014, quando o fundo figurou como passageiro da conta coletiva de nº 70637, cujo titular era o **Pershing LLC**. O referido representante informou ainda que, naquele período, o fundo não havia executado qualquer operação por meio da conta coletiva. Sendo assim, o Citibank encaminhou a demanda ao titular da conta coletiva, para que contatasse o Fundo Global (fls. 367-368). No entanto, este último não se manifestou nos autos.

36. Os argumentos apresentados pelos defendentes são expostos abaixo, de forma coletiva, salvo quando necessária a individualização.

VI.1 – Das Preliminares.

37. Inicialmente, os defendentes rogam pela nulidade do Termo de Acusação, tendo em vista que, nos itens 73, 76, 77, 78, 79, 80 e 81, são feitas diversas referências a documento chamado de “Anexo I do presente relatório de análise”, o qual não foi acostado aos autos. Alegam que a ausência do documento impede o devido exercício da ampla defesa.

38. Ainda em sede preliminar, os defendentes destacam que a Procuradoria Especializada da CVM comunicou prematuramente a suposta existência de indícios de prática de crime ao Ministério Público Federal no Estado do Rio Grande do Sul. Segundo a defesa, em homenagem ao princípio da presunção de inocência, a comunicação somente poderia ocorrer por ocasião do julgamento pelo Colegiado da CVM, após o exercício da ampla defesa e do contraditório.

39. A defesa também alega que o Termo de Acusação desatendeu os incisos III e IV do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008⁴, uma vez que foi redigido de forma genérica, sem que fosse individualizada a conduta de cada acusado. Também não seria possível responsabilizar os acusados a título de participação na prática não equitativa, nem empregar analogia *in malam partem* para punir sem que seja provada a existência de um liame subjetivo entre os acusados, que se traduziria na comprovação do conluio com o Fundo. Além disso, a Instrução CVM nº 08/1979 dependeria da infração a outra norma legal, ou regulamentar, que não é indicada pela SEP.

40. O Termo de Acusação também deveria ser considerado nulo em razão de sua inépcia, tendo em vista incorrer em contradições. Assim, quanto aos fatos, a peça acusatória diz que a operação poderia eventualmente colocar o Fundo Global em situação não equitativa. No entanto, na conclusão, afirma-se que os investidores podem ter sido induzidos a pensar que haveria o ingresso na Companhia de recursos próprios de novo investidor.

VI.2 – Dos argumentos comuns das defesas.

VI.2.a – Da Legalidade das Operações.

41. Segundo a defesa, a contratação de linha de subscrição com o Fundo Global não pode ser considerada irregular, na medida em que se trata de mecanismo praticado em outros mercados, bastante desenvolvidos. Caso houvesse dúvida a respeito da recepção do SEDA no ordenamento jurídico pátrio, a área técnica da CVM deveria ter-se manifestado imediatamente, ou, ao menos, em 7.5.2012, quando oficiou a Companhia para que procedesse à publicação de novo aviso de acionistas sobre o aumento de capital. No entanto, a SEP somente se manifestou quase um ano após a divulgação pública da contratação.

42. Como a SEP não fez nenhuma ressalva quando recebeu a informação alusiva do SEDA em 2011, os administradores não foram alertados de que estavam praticando algo errado. Eles não poderiam supor que estavam agindo com culpa *in elegendo*, pois o Fundo Global é investidor com reconhecida capacidade e experiência na realização de operações semelhantes ao SEDA. Do mesmo modo, os defendentes tinham a percepção de agir de acordo com a lei ao aprovarem o aumento de capital da Mundial.

43. A defesa alega, ademais, que a estipulação de métrica para a definição do preço de subscrição é comum em contratos semelhantes ao SEDA, o que, contudo, não coloca o investidor em posição privilegiada em relação ao mercado, já que ele não sabe se e quando irá ocorrer aumento de capital.

44. A defesa ressalta que não existe dispositivo legal ou regulamentar proibindo a contratação de linha de subscrição **standy by** no direito brasileiro. Por isso, entende que o Termo de Acusação carece de embasamento legal para considerar ilícito o ato aprovado pelos membros do Conselho de Administração na reunião realizada em 15.6.2011.

VI.2.b – Da aprovação, em RCA, do aumento de capital e sua precificação.

45. Segundo a SEP, os membros do Conselho de Administração deveriam ser responsabilizados por participar da deliberação do aumento de capital na RCA de 26.4.2012. Nesse tocante, a defesa argumenta que o Termo de Acusação não circunstanciou qual seria a ilegalidade praticada ao deliberar sobre o assunto, limitando-se a dizer que participaram do ilícito ao aprovarem, na reunião, o aumento de capital.

46. Em relação especificamente ao argumento da acusação de que os conselheiros não tiveram liberdade para fixar o preço de emissão, a defesa objeta que o Conselho de Administração adotou critério equânime, objetivo e justo, vez que baseado na média dos 36 pregões anteriores à RCA de 26.4.2012, aplicando-se um deságio de 15%. Tal período abrangeu todos os pregões realizados após a conversão das ações preferenciais em ordinárias. Dessa forma, os conselheiros chegaram ao preço de emissão de R\$ 0,37 (trinta e sete centavos) por ação ordinária, tendo observado o disposto no art. 170, inciso III, da Lei nº 6.404/1976. A decisão não estava, portanto, vinculada ao SEDA.

47. Assim, a defesa entende que a SEP errou ao considerar que os membros do Conselho de Administração não tiveram autonomia para fixar o preço de emissão, em razão das regras estipuladas no SEDA. Segundo a defesa, se a decisão estivesse realmente vinculada ao contrato, o Conselho deveria ter fixado o valor em R\$0,36, que era o Preço Mínimo Aceitável informado ao Fundo Global na Notificação Prévia.

48. A defesa destaca que as cláusulas do SEDA relativas ao preço de emissão haviam sido devidamente informadas ao mercado por meio do Comunicado de 15.7.2011, nos seguintes termos: *"O preço de cada emissão será calculado levando-se em consideração o maior valor entre (i) o equivalente a 97% da média ponderada pelo volume das três menores cotações diárias durante o período de 10 dias seguidos de negociação a partir do recebimento pelo Fundo da requisição de subscrição feita pela Companhia ou (ii) o menor preço por ação determinado pelo Conselho de Administração para cada emissão. O fundo irá subscrever o saldo de ações não subscrito pelos acionistas que vierem a declinar do seu respectivo direito de preferência. A Companhia entende e acredita que este acordo irá fortalecer a sua base acionária além de promover a dispersão acionária"* (fls. 435).

49. A defesa afirma ainda que a precificação da emissão, nos termos do SEDA, levou em consideração as médias apuradas nos pregões de 18.4.2012, 19.4.2012 e 20.4.2012, todos anteriores ao Comunicado de 26.4.2012. Desse modo, teria restado afastada qualquer assimetria informacional, já que nenhum investidor tinha conhecimento prévio do preço de subscrição definido na RCA de mesma data.

VI.2.b – Da inexistência de omissão informacional.

50. De acordo com a defesa, o Termo de Acusação conteria apenas afirmações genéricas e especulações sobre a suposta omissão informacional e não teria identificado o dever informacional supostamente infringido, que estaria na origem da imputação de prática não equitativa.

51. Argumenta, nessa direção, que o mercado foi devidamente informado acerca dos termos pactuados no SEDA assim como das condições nas quais o Fundo Global participaria das subscrições privadas da Companhia. Afirma que a existência do SEDA não foi em nenhum momento tratado de forma confidencial pela administração da Companhia, tendo sido publicamente divulgada de forma imediata e uniforme.

52. Em particular, quanto à divulgação do contrato de empréstimo de ações, celebrado entre o Fundo Global e a Zephar, a legislação teria sido plenamente observada, uma vez que não se tratava de fato relevante, mas, de negociação objeto de comunicação específica à CVM, nos termos do art. 11 da Instrução CVM 358/2002⁵. Tal fato, como apontou a defesa, foi reconhecido no Termo de Acusação (fls. 260-261). Além disso, o contrato teria sido devidamente registrado na bolsa e informado no Formulário de Referência da Companhia⁶ (fls. 641 e 642).

53. Quanto à alegação da acusação de que não teria sido revelado ao mercado que o Fundo Global utilizaria, na subscrição particular, os recursos obtidos com a alienação das ações emprestadas, a defesa ressalta que, nos termos do SEDA, a venda dessas ações era apenas facultativa, de modo que não era dado à administração saber de antemão se, de fato, o Fundo Global seguiria essa estratégia. Não competiria à administração divulgar ao mercado "apostas" ou meras suposições. Tampouco caberia prestar ao mercado informações sobre o **funding** que o Fundo Global pretendia empregar para subscrever as novas ações.

54. A defesa sustenta ainda que o SEDA previa a faculdade de o Fundo Global vender ações emprestadas da Mundial, se assim quisesse. Isso é diferente de afirmar que o Fundo Global faria o **funding** de sua operação vendendo ações tomadas de empréstimo. Nesse sentido, afirmou que nem o SEDA nem o contrato de empréstimo de ações permitiria lançar declaração irresponsável, tal qual se aponta omitida. Ninguém, com exceção do Fundo Global, poderia esclarecer se este último pretendia levantar recursos por meio da venda das ações emprestadas.

55. Ademais, o SEDA e a venda de ações emprestadas não estavam correlacionadas, uma vez que foram celebrados em momentos distintos, envolvendo partes diversas. O vínculo era acidental e contingente, vez que o Fundo se reservava o direito discricionário de vender as ações emprestadas. A única obrigação assumida, portanto, era subscrever o aumento de capital, a qual foi devidamente informada ao mercado.

56. Em suma, não se verificaria no presente caso assimetria informacional alguma, já que qualquer investidor razoável poderia ter tomado conhecimento da estratégia que seria seguida pelo Fundo Global, a partir dos elementos de informações disponíveis no Formulário de Negociação de Administradores e Pessoas Ligadas (Instrução CVM nº 358/2002, Art. 11) e no Banco de Títulos da BM&FBOVESPA.

57. No tange à vinculação do aumento de capital às condições estipuladas no SEDA, a defesa alega que, em momento algum, a dissociação entre a operação de aumento de capital e o contrato com o Fundo Global foi pretendida ou proposta por algum administrador da Companhia e, mais do que isso, em nenhum comunicado foi omitida a informação acerca da existência da linha de subscrição com o Fundo Global e da sua obrigação de participação do aumento.

58. Sobre a possibilidade de o Fundo Global atuar na fase de precificação na "ponta vendedora", a defesa ponderou que qualquer participante do mercado pode ter atuado da mesma forma nesse ou em outro período. De outra parte, o SEDA contemplava um Preço Mínimo Aceitável abaixo do qual os valores permaneceriam **stand by**. Desse modo, entendeu que "*pressões vendedoras idealizadas pelo Termo nem fariam sentido*".

59. A defesa também destacou que as operações do Fundo Global não chegaram a ser dominantes entre 9.4.2012 e 23.4.2014. Além disso, o Fundo Global manteve ações da Mundial em carteira após o período de precificação, operando como vendedor de 781.300 ações entre 27.4.2012 e 18.5.2012.

60. Desse modo, não se identifica assimetria que tenha gerado operação não equitativa entre os participantes do mercado. Pelo contrário, todo mercado estava ciente de que o SEDA estava em vigor. Portanto, todos estavam cientes a respeito da maneira pela qual o preço de subscrição seria calculado, pois foi objeto de Comunicado, segundo a defesa.

61. Dessa forma, a tese de que o Fundo Global poderia “forçar o preço da ação para esta ou aquela direção, de forma artificiosa e sem concorrer na álea do mercado, cai por terra diante da circunstância de que o preço não era equivalente a 97% da medida ponderada” (fls. 645). Lembrou que o Fundo Global não poderia subscrever por um preço abaixo do Preço Mínimo Aceitável, fixado pelo Conselho de Administração. O Fundo Global também não estaria em condições de influir de forma decisiva o preço das ações observado em 36 pregões.

VI.3 – Dos argumentos específicos do Conselheiro e Diretor de Relações com Investidores Michael Lenn Ceitlin (fls. 406 a 498).

62. A defesa sustenta que o Termo de Acusação não esclareceu qual seria a ilegalidade praticada pelos membros do Conselho de Administração ao deliberar pelo aumento de capital da Mundial.

VI.3.a - Prática não equitativa.

63. Em relação à imputação feita a Michel Lenn Ceitlin da violação ao item I, alínea d, da Instrução CVM nº 08/1979, a defesa alega que não há prova produzida capaz de demonstrar a materialidade e concretude dessa infração, tendo o Termo de Acusação formulado uma tese especulativa. Argumenta que deveria ter restado comprovado o dolo do acusado, bem como a vantagem pessoal que este pretendia obter, sob pena de ser estabelecida hipótese de responsabilidade objetiva.

64. Alega a defesa que não haveria irregularidade ao aprovar, na RCA de 15.6.2011, a contratação do SEDA, tendo em vista ser a operação lícita, não existindo dispositivo legal que a proíba. Também não haveria irregularidade na aprovação, na RCA de 26.4.2012, do aumento de capital com a participação do Fundo Global. Esclarece que, naquela oportunidade, os conselheiros atuaram com liberdade para definir o preço de subscrição.

65. Ainda de acordo com o defendente, a acusação não esclarece qual seria a omissão informacional. A acusação deveria ter identificado a norma jurídica atinente ao dever informacional que teria sido infringido.

66. Quanto à afirmação de que o DRI deveria ter comunicado ao mercado que o Fundo Global venderia as ações tomadas de empréstimos, alega que a possibilidade de um investidor optar pelo empréstimo de ações, ao invés da compra no mercado à vista, não deveria ser interpretada como algo extraordinário, a ponto de ser necessário algum comunicado. A propósito, a defesa argumenta que somente informações **price sensitive** deveriam ser reveladas ao mercado. No entanto, nem o valor do empréstimo nem a “possibilidade abstrata” (fls. 480) de o tomador vendê-las para levantar caixa seriam relevantes para a formação do preço das ações.

67. De acordo com a defesa, a acusação não logrou êxito em demonstrar e provar um conluio para induzir o mercado em erro. Ante a falta de provas concretas, não se verificam os elementos da prática de operação não equitativa.

VI.3.b - Atualização intempestiva do FRE

68. Em relação à imputação de descumprimento do art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009 pela atualização intempestiva do Formulário de Referência, a defesa explicou que o atraso foi de apenas dois dias úteis, justificado diante das dificuldades com o processamento de informações que deveriam ser geradas pelo agente de custódia (fls. 490)⁷. Alega que o DRI somente teria recebido a relação definitiva (livre de inconsistências) de acionistas na data em que foi atualizado o documento na plataforma da CVM.

69. Argumentou que não seria correta a afirmação da acusação de que, ao tempo da homologação do aumento de capital, realizada em 19.6.2012, a administração já dispunha de todas as informações necessárias à atualização do formulário. Isto porque se mostrava necessário receber a relação atualizada de acionistas do custodiante (isto é, do escriturador), o qual, contudo, estava enfrentando dificuldades para emitir o documento.

70. Dessa forma, não houve dolo ou culpa por parte do DRI da Mundial, mas, sim, situação de força maior, configurando excludente de responsabilização. O importante, na sua concepção, era verificar se o DRI estava inerte, ou se fez o possível para atualizar tempestivamente o Formulário de Referência.

VI.4 – Dos argumentos específicos dos demais Conselheiros:

VI.4.a – Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares (fls. 374-405).

71. O SEDA teria sido celebrado pela Companhia em um momento de arrefecimento econômico do país, culminando com a elevação da taxa básica de juros e o encarecimento dos recursos advindos do mercado de crédito. Este cenário, somado ao esvaziamento de capitais estrangeiros voltados para investimento produtivo, provocou queda dos preços médios das ações de companhias em Bolsa e reduziu as suas fontes de captação de recursos.

72. Como alternativa, surgiu então o contrato SEDA, que funcionou como uma linha garantida de recursos em favor da Companhia, que passou a deter, por prazo determinado, a possibilidade de capitalizar-se a custos reduzidos. Esse instrumento tem a vantagem de assegurar, de forma tempestiva, o financiamento da Companhia, independentemente das condições de mercado existentes à época da subscrição. Os riscos para as partes seriam:

- (a) Companhia: arca com o risco de pagar as comissões e taxas acordadas no **stand-by** e nunca vir a precisar do efetivo aporte de recursos, o que significará que esses valores pagos nos termos do contrato foram despendidos a fundo perdido (**sunk cost**); e
- (b) Fundo Global: arca com o risco de ser obrigado a participar de uma subscrição futura de ações, em volume relevante, por um preço dos papéis que pode não se sustentar nos pregões posteriores ao aumento, fazendo ruir o seu investimento, ao menos no curto prazo.

73. A defesa destaca ainda que *"a celebração do SEDA e do Share Lending Agreement em nenhum momento vinculou o conselho de administração, ou obrigou a Companhia a realizar qualquer aumento de capital por preço determinado pelo Fundo. O conselho de administração permaneceu completamente independente e soberano no seu âmbito de competência para tomar as decisões que entendesse melhor atender aos interesses da Mundial"* (fls. 386).

74. De acordo com os acusados, as partes do SEDA nunca acordaram qual seria a forma de captação dos recursos pelo Fundo Global. Se ela ocorreu mediante empréstimo de ações, isso não foi avençado entre as partes e não está refletido no SEDA. Além disso, o Fundo Global nunca teve informação antecipada a respeito do preço de emissão das ações no aumento de capital que ocorreu em 26.4.2012, tendo corrido o risco, a partir da Notificação Prévia, de ver suas operações frustradas caso o Conselho decidisse por não deliberar qualquer aumento.

75. A defesa acrescenta que a forma de instrumentalização da transferência de ações para o Fundo Global, seja por aumento de capital seja por transferência de ações em tesouraria, não estava acordada antecipadamente. De qualquer forma, o Fundo Global operou sabendo apenas o quanto ele pagaria em uma operação específica e privada de aquisição de ações, caso a Companhia levasse a efeito a captação de recursos.

76. O SEDA previa ainda que o Fundo Global poderia ser excluído da subscrição caso os parâmetros de preços ajustados entre as partes e o valor de mercado das ações viessem a ficar abaixo do Preço Mínimo Aceitável, estipulado pela Companhia para evitar uma diluição injustificada dos demais acionistas, em respeito ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

77. Ademais, não se verificou prejuízo aos acionistas minoritários, já que tiveram a garantia de participação no aumento de capital por meio do direito de preferência. Na mesma linha, o volume transacionado pelo Fundo Global (aproximadamente 17%) não foi suficiente para caracterizar impacto sistêmico ao mercado, apesar de a SEP entender que este volume seria substancial.

78. Quanto ao envolvimento de Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares, a defesa esclarece que se tornaram membros do Conselho de Administração da Companhia apenas em 19.1.2012. Desse modo, não participaram da negociação nem da contratação do SEDA, não tendo qualquer envolvimento no estabelecimento de seus termos e condições. Além disso, a defesa entende que:

- (a) a participação do Fundo Global no aumento de capital não decorreu de decisão do conselho de administração, mas, da cessão do direito de subscrição pelo acionista controlador da Companhia;
- (b) não cabe aos membros do conselho de administração elaborar e publicar os Comunicados ao Mercado ou avisos aos acionistas, mesmo que tratem de deliberações do conselho;
- (c) a atividade do Conselho se limitou a aprovar o aumento de capital, na medida em que este era necessário para o saneamento financeiro da Companhia;

79. Alegam, ademais, que o Termo de Acusação seria inepto, uma vez não foram individualizadas as condutas que teriam colocado o Fundo Global em posição favorecida em relação ao mercado.

80. De acordo com a defesa, considerando-se a exigência da tipicidade do ilícito imputado, somente é considerada ilícita a conduta que se coadune rigorosamente com o tipo abstrato previsto na lei ou na norma regulamentar. Assim, sem a tipificação da conduta proibida, é impossível a aplicação de penalidades administrativas, já que não se poderia exigir do acusado que agisse desta ou daquela forma senão em virtude de expressa previsão legal.

81. Os defendentes sustentam que: *"na apreciação das irregularidades previstas na Instrução CVM nº 08/79, não há previsão expressa de modalidade de ilícito culposo, não se podendo atribuir aos acusados infrações a título de culpa (negligência, imprudência ou imperícia), mas apenas na medida em que esteja caracterizado o dolo"* (fls. 398). No entanto, os fatos e elementos trazidos pela área técnica não indicam dolo específico dos acusados na realização de atos que resultassem em assimetria informacional de modo a colocar qualquer agente em erro.

82. Assim, não seria possível a configuração de prática não equitativa sem a representação do dolo específico, qual seja, o de colocar outros agentes de mercado em posição de desigualdade no momento da contratação ou da execução de uma operação. Mencionam o entendimento manifestado pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza no PAS nº 28/2005:

"73. Neste sentido, a jurisprudência da CVM tem exigido a presença dos seguintes elementos, para que a acusação por prática não equitativa se justifique:

(i) negociação no âmbito do mercado de valores mobiliários;

(ii) tratamento que coloque qualquer das partes da operação em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais;

(iii) dolo específico de auferir proveito da situação; e

(iv) ocorrência de resultado, que pode ser direto ou indireto, consistente no desequilíbrio de uma das partes".

83. De acordo com a defesa, não foi comprovada, de forma cabal, a conduta dolosa dos acusados, na medida em que não há nos autos elemento que comprove que o preço de emissão das ações no aumento de capital de 26.4.2012 foi determinado, ou influenciado, pelo Fundo Global. Além disso, todas as divulgações ao mercado foram realizadas pelos diretores e não pelos conselheiros.

VI.4.b - Cristiano Jacó Renner e Paulo Roberto Leke (fls. 503 a 601).

84. A defesa argumenta que os defendentes Cristiano Jacó Renner e Paulo Roberto Leke, na qualidade de conselheiros, atuaram nos limites de suas respectivas competências ao autorizar a diretoria a firmar o SEDA com o Fundo Global e ao aprovar o aumento de capital. A sua participação nos fatos estaria limitada a essas duas deliberações, uma vez que não foram signatários do SEDA, do contrato de empréstimo de ações, ou de qualquer outro documento relacionado à operação.

85. Desse modo, faltaria nexos de causalidade juridicamente relevante entre a conduta dos defendentes e a suposta prática não equitativa. A acusação não teria demonstrado de que modo os defendentes teriam efetivamente concorrido para a ocorrência do ilícito. O nexos somente poderia ser construído caso fosse aceita a teoria da *conditio sine qua*

non. Nesse caso, contudo, até mesmo a BMF&BOVESPA deveria ser responsabilizada por viabilizar o empréstimo de ações.

86. Argumenta, ainda, que a acusação não identifica qualquer omissão nas informações que foram prestadas ao mercado sobre os termos do SEDA. Além disso, como não ocupavam o cargo de DRI, tampouco integravam a diretoria, os defendentes não poderiam ser responsabilizados pela qualidade dos comunicados feitos ao mercado. De acordo com o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358/2002⁸, a responsabilidade dos conselheiros pela suficiência das informações prestadas ao mercado é subsidiária, supondo a omissão do DRI, sendo que, no caso, a acusação sequer teria demonstrado que eles tiveram conhecimento do contrato de empréstimo celebrado entre o Fundo Global e a Zephar.

87. Também alega que os defendentes não participaram da negociação do SEDA, a qual ficou a cargo da diretoria da Companhia. O Conselho teria apenas autorizado a realização do contrato, sem traçar qualquer orientação ilegal à diretoria.

88. A defesa ressalta, também, que o ilícito da prática não equitativa exige dolo, o qual não teria sido comprovado. Desse modo, faltaria à acusação embasamento fático e jurídico.

89. Por fim, argumenta que a acusação, em realidade, procura estabelecer espécie de responsabilidade solidária entre os acusados, quando, em realidade, a responsabilidade dos conselheiros é supletiva, nos termos do disposto no art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358/2002, dependendo da omissão do DRI.

VI.5 – Zephar Participações Ltda.

90. A defesa ressalta que a participação da Zephar nos fatos apurados neste processo se limitou ao empréstimo de ações efetuado com o Fundo Global, o qual constitui ato jurídico lícito, realizado regularmente nos termos da legislação vigente.

91. O Termo de Acusação não teria demonstrado de que modo a defendente teria concorrido para a suposta prática não equitativa. Não haveria nos autos qualquer prova acerca de liame subjetivo existente entre o Fundo Global e o defendente, tampouco sobre o dolo deste último.

92. A acusação também não teria estabelecido a existência de nexo de causalidade juridicamente relevante entre a conduta da Zephar e a consumação do suposto ato ilícito. Argumenta que o direito brasileiro não adota a teoria da *conditio sine qua non*, também conhecida como teoria da equivalência dos antecedentes, "cujo efeito é remontar o nexo de causalidade ao infinito, apanhando, arbitrariamente, quem bem se deseje"(fls. 621).

93. Quanto ao argumento da acusação de que o Fundo Global não teria, em realidade, aportado recursos próprios à Companhia, gerando, assim, uma situação de desequilíbrio e uma falsa percepção junto ao público investidor, a defesa alega que o raciocínio não se sustenta. Primeiro, porque o Fundo Global teve de conferir garantias ao BTC, na forma prevista na Instrução CVM nº 441/2006. Segundo, porque o empréstimo de ações constitui uma operação lícita e regular, que não é apta a ensejar desequilíbrios ou anormalidades no funcionamento do mercado.

94. A defesa afirma, ademais, que não se encontram presentes os requisitos da suposta prática não equitativa. A acusação não demonstrou o resultado, o dolo específico e a o tratamento desigual, deixando de atender as exigências da CVM⁹ e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN¹⁰.

95. Segundo a defesa, o Termo de Acusação não demonstrou a ocorrência do resultado, não só em relação à Zhepar, mas, também, em relação ao Fundo Global. A especulação da SEP em torno da captação de recursos no mercado, por meio da alienação de ações emprestadas, não sustenta a hipótese de que houve desequilíbrio em favor de algum investidor no mercado de valores mobiliários.

96. A defesa refuta a alegação de que a operação, tal como estruturada, teria proporcionado ao Fundo Global um ganho sem risco de perda. Tal afirmação seria *"especulativa e problemática"* (fls. 643), pois, toda decisão de investimento é tomada com o fim de obter lucro. Argumenta, nesse sentido, que as comissões remuneratórias estipuladas no SEDA não se confundem com ganhos no mercado de valores mobiliários. Alega, ademais, que a SEP sequer teria identificado os supostos ganhos obtidos pelo Fundo Global.

97. Aduz, ainda, que, nos termos do SEDA, o preço de subscrição não poderia ser inferior ao Preço Mínimo Aceitável fixado pelo Conselho de Administração da Mundial. Por isso, não faria sentido o Fundo Global adotar a estratégia de pressionar para baixo o preço das ações durante o período de precificação, pois, desse modo, prejudicaria a sua participação na subscrição.

VI – Da Distribuição do Processo por Sorteio.

98. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 25.8.2015, fui sorteado como relator deste processo (fls. 662).

VII – Da Realização de Diligências.

99. Por meio de despacho de 7.8.2017, solicitei (fls. 676), nos termos do art. 20 da Deliberação CVM nº 538/2008, que a SEP acostasse aos autos o documento denominado "Anexo I", citado no Termo de Acusação. Em observância ao disposto no art. 24 da mesma Deliberação, concedi prazo para que os acusados se manifestassem (fls. 709 e 710).

100. Em síntese, os acusados alegam, em suas manifestações, que as informações contidas no referido Anexo I eram inábeis a comprovar as acusações, uma vez que seriam lacônicas e incompletas. Destacam, nesse sentido, que a tabela, descritiva das operações realizadas pelo Fundo Global, não indicaria se tais operações seriam compras ou vendas de ações. Requerem, assim, a nulidade do Termo de Acusação.

101. De outra parte, em suas manifestações, os acusados reiteram que o Fundo Global não teria sido responsável por volume expressivo das negociações com ações de emissão da Mundial, realizadas durante o período de precificação.

102. Por fim, considerando que o Fundo esteve na ponta vendedora, este teria negociado o total de R\$1.475.149,00, valor inferior à subscrição feita no montante de R\$1.700.000,00, fazendo naufragar a tese de que o Fundo obteve no mercado, pela venda de ações da Mundial, durante o período de precificação, os recursos para subscrição. Assim, o aumento de capital efetivamente exigiu o aporte de recursos próprios do Fundo.

103. Por meio de despacho proferido em 23.11.2017 (fls. 732 e 733), indeferi o pedido formulado pelo acusado Michael Ceitlin para que (i) fosse pessoalmente ouvido e (ii) fosse tomado o depoimento de funcionário da Companhia.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2017.

Pablo Renteria
DIRETOR-RELATOR

¹ No Termo de Acusação, a Notificação Prévia é referida como "Comunicado de Adiantamento".

² Em que pese o documento apresentar a grafia do ano de 2011, depreende-se da leitura dos autos e das respostas apresentadas pela Companhia, que o ano correto é 2012.

³ Taxa cambial de R\$1,8822.

⁴ Art. 6º - *Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:*

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos.

⁵ Art. 11. *Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.*

§1º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá abranger as negociações com derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados nos valores mobiliários de emissão da companhia ou de emissão de suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§2º - As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.

⁶ Em que pese seja feita referência ao Formulário de Referência, o registro do aluguel de ações se deu no Formulário "Negociação de Administradores e Pessoas Ligadas – Art.11 – Instrução CVM nº 358/2002".

⁷ Em que pese a referência ao agente de custódia, depreende-se da leitura das defesas que, em realidade, se trata da instituição encarregada da escrituração das ações de emissão da Companhia.

⁸ Art. 3º - *Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.*

§2º - Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

⁹ PAS CVM nº 28/05.

¹⁰ CRSFN, 298ª Sessão, Recurso nº 9703, Processo CVM nº 17/02.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/13353

Acusados: Michael Lenn Ceitlin
Paulo Roberto Leke
Cristiano Jacó Renner
Edson Queiroz Barcelos Junior
José Maria de Cesarino Henriques Soares
Zephar Participações Ltda.
YA Global Investments BR, LLC

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (Instrução CVM nº 08/1979, I e II, *d*) e atualização intempestiva do Formulário de Referência (Instrução CVM nº 480/2009, art. 24, §3º, II).

Relator: Diretor Pablo Renteria

V O T O

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP" ou "Acusação") em face de administradores e do acionista controlador da Mundial S.A. - Produtos de Consumo ("Mundial" ou "Companhia"), bem como da sociedade *YA Global Investments BR, LLC* ("Fundo Global"), para apurar supostas irregularidades praticadas no âmbito do aumento de capital da Companhia aprovado por seu conselho de administração em 26.4.2012.
2. O Termo de Acusação identificou duas supostas irregularidades, quais sejam: (i) a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/1979; e (ii) a atualização intempestiva do Formulário de Referência da Mundial, em desacordo com o art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009.
3. Antes de abordar o mérito das acusações, cumpre examinar as questões suscitadas pela defesa em sede preliminar.

I. PRELIMINARES.

4. A defesa suscita algumas causas de nulidade deste processo administrativo sancionador. De uma parte, alega prejuízo insanável ao contraditório e ao exercício da ampla defesa em virtude de o Termo de Acusação fazer referência a documento denominado "Anexo I", que, contudo, não foi acostado aos autos ao tempo do oferecimento da acusação.
5. A esse respeito, vale mencionar que, por meio de despacho proferido em 7.8.2017 (fls. 676), determinei a devolução dos autos à SEP para que providenciasse a inclusão do referido documento (fls. 679 a 708). Uma vez efetuada tal diligência, determinei, nos termos previstos no art. 24 da Deliberação CVM nº 538/2008, que os acusados fossem intimados para que tivessem a oportunidade de se manifestar a respeito do documento (fls. 709).
6. Ato contínuo, os acusados Michael Lenn Ceitlin, Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó Renner, Zephar Participações Ltda., Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares apresentaram por escrito as considerações que julgaram pertinentes. Como se vê, o contraditório e a ampla defesa restaram plenamente respeitados, de modo que a ausência momentânea do referido Anexo I, suprida oportunamente, não trouxe qualquer prejuízo aos acusados. Afasto, portanto, a nulidade arguida com base nesse fundamento.
7. Por sua vez, a segunda causa de nulidade suscitada pela defesa refere-se à suposta inépcia da peça acusatória, que não atenderia aos requisitos normativos estabelecidos nos incisos III e IV do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008, na medida em que não conteria a individualização da conduta dos acusados tampouco descreveria a participação de cada um deles nas infrações apuradas. Argui-se, ademais, que a peça não identificaria os dispositivos legais ou regulamentares que teriam sido infringidos.
8. Na mesma direção, aduz-se que acusação seria contraditória, vez que a capitulação jurídica, contida na peça acusatória, não seria congruente com a descrição dos fatos imputados aos acusados.
9. Os argumentos, contudo, não convencem. A SEP se desincumbiu do ônus de apontar, no Termo de Acusação, os fatos que demonstrariam a ocorrência das infrações, assim como as provas que atestariam a participação de cada acusado. Ademais, o Termo de Acusação indica, claramente, os dispositivos regulamentares que teriam sido violados.

10. Convém ressaltar a propósito que, nos termos do art. 9º da Deliberação CVM nº 538¹, de 2008, as peças acusatórias elaboradas pelas áreas técnicas da CVM se submetem a prévio controle de legalidade, desempenhado pela Procuradoria Federal Especializada – PFE, a quem compete analisar objetivamente a observância dos requisitos do art. 6º e o cumprimento do art. 11 da aludida Deliberação.

11. No presente processo, ao proceder dessa maneira (fls. 272 a 276), a PFE considerou que o Termo de Acusação formulado pela SEP satisfazia os dispositivos regulamentares, inclusive os requisitos estabelecidos nos incisos III e IV do art. 6º da dita Deliberação.

12. A meu ver, o que a defesa procura por meio da preliminar de mérito é o reconhecimento de que, dadas as circunstâncias do caso em apreço, os defendentes não cometeram prática não equitativa no âmbito do mercado de valores mobiliários. Tal observação vale, inclusive, em relação à alegada contradição entre a capitulação jurídica e os fatos descritos na peça acusatória, pois que tal argumento, em última instância, visa refutar a tipicidade da conduta dos acusados.

13. Em definitivo, tais alegações confundem-se com o mérito da acusação, sendo, portanto, descabido o seu exame em sede preliminar. Desta feita, rejeito a arguição de nulidade, deixando, para adiante, o exame, com base nos elementos de prova contidos nos autos, da eventual participação dos diferentes acusados na suposta prática não equitativa.

14. A defesa traz dois argumentos adicionais que, a meu ver, cabe enfrentar ainda em sede preliminar. De uma parte, alega-se que a CVM deveria ter agido logo após a divulgação do Comunicado ao Mercado de 15.7.2011, de modo a declarar preventivamente o seu entendimento quanto à ilegalidade do contrato firmado com o Fundo Global. Em vez disso, a SEP teria se silenciado, deixando transcorrer a operação de aumento de capital para, em seguida, abrir processo sancionador em face dos acusados.

15. Tal argumento, contudo, não procede. A uma, porque, como adiante examinado, o contrato celebrado entre o Fundo Global e a Companhia não traduz, por si só, ilegalidade alguma. A duas, porque a ausência de atuação preventiva por parte do órgão regulador não exime os administradores, acionistas e demais participantes do mercado do cumprimento da legislação vigente. Convém ressaltar, a propósito, que não há norma legal que permita interpretar a ausência de atuação preventiva da CVM como causa para a preclusão administrativa da atividade sancionadora de eventual irregularidade cometida no âmbito do mercado de valores mobiliários.

16. De outra parte, passando ao exame da última preliminar de mérito, a defesa critica a comunicação de indícios de crime dirigida ao Ministério Público Federal do Estado do Rio Grande do Sul, que, alegadamente, teria sido prematura, vez que realizada previamente ao julgamento do processo pelo Colegiado da CVM.

17. Nesse ponto, cumpre esclarecer que, no presente feito, observou-se rigorosamente o procedimento estabelecido na Deliberação CVM nº 538, de 2008. Assim, em cumprimento ao art. 10, parágrafo único, da referida Deliberação, ao analisar a peça acusatória, a PFE emitiu parecer sobre a comunicação ao Ministério Público, tendo concluído que os fatos apurados *“se amoldam, ao menos em tese, sob o ponto de vista formal e material, à conduta penalmente tipificada pelo art. 6º da Lei nº 7.792/86”* (fls. 275). Por sua vez, em atenção ao parecer, o Superintendente Geral da CVM procedeu à referida comunicação (fls. 294), nos exatos termos previstos no art. 10, I, da referida Deliberação.

18. Na sustentação oral de defesa, suscitou-se nova preliminar de mérito, segundo a qual as acusações formuladas neste processo sancionador seriam contraditórias com o entendimento proferido pelo Colegiado no julgamento do PAS RJ2012/11002, que resultou na absolvição de Michael Ceitlin das imputações de violação ao dever de sigilo (art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002) e de manipulação de preços das ações de emissão da Mundial (item II, *b*, da Instrução CVM nº 08/1979).

19. Também afasto essa preliminar uma vez que o objeto deste processo sancionador e os fatos a ele subjacentes são diversos daqueles enfrentados no PAS RJ2012/11002. Com efeito, nesse último processo, não se apurou a responsabilidade de Michael Ceitlin pela divulgação ao mercado de informações supostamente incompletas e incorretas sobre o acordo firmado com o Fundo Global e o aumento de capital da Companhia aprovado em 26.4.2012.

20. Enfim, uma vez ultrapassadas as preliminares, passo a examinar o mérito das acusações, iniciando por aquela relativa à ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

II. DA PRÁTICA NÃO EQUITATIVA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

II.A. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE O *STAND-BY EQUITY DISTRIBUTION AGREEMENT*.

21. O presente caso trata de operação denominada comumente, em outras jurisdições, de **Private Investment in Public Equity** – PIPE, que traduz arranjo de financiamento, por meio do qual determinado investidor – no caso o Fundo Global – compromete-se a subscrever privadamente ações da companhia aberta, por meio de um ou mais aumentos de capital. Pode-se dizer, em analogia com a linha de crédito, oferecida por instituições financeiras, que o investidor-financiador proporciona linha de **equity** à companhia, colocando à sua disposição recursos destinados a reforçar o seu patrimônio líquido, em contrapartida ao pagamento da remuneração contratualmente ajustada².

22. Como já tive a oportunidade de manifestar no julgamento do PAS RJ2012/13605, realizado em 23.8.2016, os benefícios desse tipo de arranjo para a companhia que dele se utiliza se prestam a controvérsia. De uma parte, afirma-se que o PIPE apresenta vantagens em comparação à oferta pública de ações, revelando-se especialmente interessante para companhias abertas de pequeno ou médio porte em delicada situação de solvência, como, aliás, encontrava-se a Mundial à época dos fatos³. Nessa direção, as virtudes do PIPE seriam: (i) a certeza da captação de recursos; (ii) a maior velocidade para a sua obtenção; (iii) os menores custos de captação; (iv) a não sujeição à existência das janelas de mercado.

23. De outra parte, objeta-se que a certeza de captação de recursos não é tão firme quanto pode parecer em uma primeira análise superficial, haja vista a estipulação, frequente na prática negocial, de cláusula autorizando a rescisão do acordo de PIPE em caso de deterioração significativa das condições financeiras da sociedade. Como esse tipo de operação envolve comumente companhias que se encontram, justamente, em dificuldade financeira, o risco de essa cláusula ser acionada pelo investidor não pode ser desprezado. A sociedade, portanto, pode se ver obrigada a pagar ao investidor a remuneração ajustada contratualmente, sem contar, em contrapartida, com a efetiva disponibilidade dos recursos prometidos.

24. Além disso, discute-se a efetividade do PIPE para a recuperação da saúde financeira da empresa. Nesse tocante, tem-se observado, em outras jurisdições, que

muitas companhias que recebem esse tipo de financiamento acabam, não obstante, caindo em estado de insolvência, no médio prazo⁴.

25. No entanto, esse é um debate a ser travado em outra oportunidade, uma vez que extrapola o escopo deste processo sancionador. Como já mencionei no julgamento do referido PAS RJ2012/13605, a ponderação das vantagens e desvantagens do PIPE traduz questão afeta à apreciação dos administradores e, eventualmente, dos acionistas controladores. Antes de firmar tal acordo, cumpre-lhes avaliar os efeitos da operação e negociar os seus termos no melhor interesse da companhia, desincumbindo-se, desse modo, de seus deveres legais. Aos administradores, em particular, compete agir com diligência, buscando, nos limites do tempo de que dispõem, as informações necessárias à tomada de decisão e examinando cuidadosamente os variados aspectos do negócio.

26. O presente processo sancionador não trata do cumprimento pelos administradores e controladores da Mundial dos deveres legais a que se sujeitam nos termos da Lei nº 6.404/1976, tampouco cuida do alinhamento do **Stand-by Equity Distribution Agreement**, aqui denominado SEDA, com o interesse social da Companhia. Desta feita, o Termo de Acusação não deve ser compreendido como reprovação a todo e qualquer PIPE, até porque tal operação pode ser realizada por meio de diferentes arranjos contratuais, não sendo possível a formulação de juízo apriorístico acerca de sua compatibilidade com o regime jurídico pátrio do mercado de valores mobiliários.

27. O Termo de Acusação, com efeito, sustenta-se em determinadas peculiaridades do SEDA, e do aumento de capital aprovado pelo conselho de administração da Mundial em 26.4.2012. Com base nessas características, passarei a analisar a primeira das supostas irregularidades identificadas pela SEP, relativa à ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

II.B. DOS ELEMENTOS INTEGRANTES DA PRÁTICA NÃO EQUITATIVA.

28. Depreende-se da leitura da letra *d* do item II da Instrução CVM nº 08/1979 que, para a sua configuração, a prática não equitativa pressupõe uma ação ou omissão relacionada à negociação de valores mobiliários da qual resulte ou possa resultar para qualquer das partes uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

29. Na estrutura do tipo administrativo identificam-se uma conduta dolosa e um resultado. Este consiste na vantagem que a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade proporciona ao agente em detrimento dos demais participantes da operação efetuada no mercado. A conduta, por sua vez, revela-se, na prática, consciente e deliberadamente conduzida com o fim de alcançar aludido resultado⁵.

30. A importância da vedação à prática não equitativa para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários já foi destacada por este Colegiado por meio de expressiva alegoria, que me permito reproduzir:

"O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas, em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes⁶."

31. No caso em apreço, a acusação aduz que, do modo como foi conduzido, o aumento do capital social da Mundial colocou o Fundo Global em situação de indevida vantagem em relação aos demais participantes da subscrição privada de ações. Tal conclusão encontra-se amparada na identificação de determinados vícios na operação que, de acordo com a acusação, corresponderiam a “*meras etapas de execução*” do ilícito maior, qual seja, a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

32. Em síntese, tais irregularidades dizem respeito a três aspectos centrais do aumento de capital, a saber, (i) o procedimento utilizado para a definição do preço de emissão; (ii) a divulgação ao mercado de informações sobre o SEDA e o aumento de capital; (iii) e a negociação pelo Fundo Global de ações de emissão da Mundial no período antecedente ao aumento de capital.

33. Os defendentes, a seu turno, procuram demonstrar que cada uma das supostas falhas identificadas pela acusação é não apenas improcedente como também inapta a caracterizar a prática não equitativa. Seguindo a mesma lógica, examinarei, separadamente, cada um dos aspectos do aumento de capital que, segundo a acusação, concorreram para a ocorrência do ilícito.

II.C. DO PROCEDIMENTO DE DEFINIÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO.

34. O primeiro aspecto do aumento de capital a ser examinado refere-se ao procedimento observado na definição do preço de emissão das ações a serem subscritas. De acordo com o Comunicado ao Mercado divulgado pela administração da Companhia em 26.4.2012, o preço de emissão das novas ações havia sido fixado com base na cotação média das ações nos 36 últimos pregões, aplicando-se ainda um deságio de 15%. Desse modo, as novas ações foram emitidas a R\$ 0,37, totalizando aumento no montante de R\$ 15.000.000,00.

35. No entanto, de acordo com a acusação, a justificativa apresentada ao público não corresponderia à realidade, pois o Conselho de Administração da Companhia estava obrigado a observar os critérios previstos no SEDA para a definição do preço de emissão. Com efeito, tal acordo estabelecia conjunto de regras para a precificação das ações, cujas características mais salientes são as seguintes:

*(i) o preço de emissão corresponderia ao maior dos seguintes valores: (a) o preço mínimo aceitável (“Preço Mínimo Aceitável”) informado pela Companhia ao Fundo Global, por meio de **Advance Notice** (“Notificação Prévia”) enviada previamente ao início do período de precificação definido contratualmente; (b) 97% do preço correspondente à média das três menores cotações médias diárias ponderadas pelo volume, observadas durante o período de precificação definido contratualmente (“Preço de Mercado”);*

(ii) o período de precificação abrange 10 pregões consecutivos, tendo início no pregão subsequente ao recebimento da Notificação Prévia pelo Fundo Global; e

(iii) o montante de recursos a serem aportados pelo Fundo Global no aumento de capital seria reduzido em 10% para cada um dos pregões do Período de Precificação em que a cotação média ponderada pelo volume se revelasse inferior ao Preço Mínimo Aceitável.

36. Em vista disso, a SEP concluiu que o Conselho de Administração não tinha liberdade para fixar o preço de emissão das novas ações. Segundo a acusação, o preço foi definido de acordo com o estipulado no SEDA, e não com base nos critérios legais

estabelecidos no §1º do art. 170, que procuram assegurar que o preço de subscrição corresponda ao valor econômico das ações.

37. Adicionalmente, a SEP entendeu que a precificação não atendeu ao disposto no §7º do referido art. 170, uma vez que a administração não havia adequadamente fundamentado a escolha do critério de fixação do preço de emissão.

38. Os defendentes refutam as alegações e afirmam que o Conselho de Administração tinha liberdade para definir o preço de subscrição das novas ações. Tanto é que fixaram o preço em R\$0,37, valor superior tanto ao Preço Mínimo Aceitável – correspondente a R\$0,36 – como ao Preço de Mercado, que foi apurado em R\$0,3620⁷. Argumentam, nessa direção, que os critérios estabelecidos no SEDA serviriam apenas para estabelecer o preço de subscrição que vincularia o Fundo Global a participar do aumento de capital. Ao Conselho de Administração, portanto, era lícito fixar livremente o Preço Mínimo Aceitável, cujo valor, inclusive, poderia ser superior às médias diárias ponderadas pelo volume observadas durante o período de precificação. A única consequência que daí resultaria, de acordo com o contrato, é que o Fundo Global ficaria desobrigado de aportar recursos na subscrição de ações.

39. Como mencionarei adiante, tal discussão não se mostra indispensável à averiguação da prática não equitativa imputada aos acusados. No entanto, para a correta compreensão dos fatos em análise, parece importante, desde logo, esclarecer que o argumento da defesa não se mostra plenamente correto. O SEDA prescrevia, desenganadamente, regras para a determinação do preço de emissão, que vinculavam a administração da Mundial. Afinal, como mencionado linhas acima, o contrato estabelecia, com clareza e precisão, que o preço de subscrição deveria ser equivalente ao maior entre o Preço Mínimo Aceitável e o Preço de Mercado.

40. A administração, portanto, estava contratualmente adstrita a seguir o maior desses valores e, por consequência, somente poderia adotar outro preço mediante autorização do Fundo Global. E foi exatamente isso que aconteceu no caso em apreço, como se depreende da leitura do **Settlement Document**, aqui denominado “Documento de Liquidação” (fls. 96-98), que foi subscrito tanto pela Mundial como pelo Fundo Global, em 26.4.2012, no mesmo dia em que o Conselho de Administração aprovou o aumento de capital, fixando o preço de emissão em R\$0,37. O referido documento, que reflete os termos finais da participação do Fundo Global no aumento de capital e da remuneração a ser desembolsada pela Companhia, evidencia que o preço de R\$0,37 foi definido mediante acordo entre as partes (fls. 97, linha 2, a).

41. Em vista disso, pode-se concluir que o preço de emissão seria necessariamente aquele anuído pelo Fundo Global, seja nos termos estipulados no SEDA, seja nos termos definidos em ajuste *ad hoc*, como observado no caso em exame.

42. De outra parte, o argumento segundo o qual o Conselho de Administração tinha plena liberdade para fixar o Preço Mínimo Aceitável está formalmente correto, mas, deve ser contextualizado e relativizado, tendo em vista a lógica e a finalidade do SEDA. Afinal, como exposto acima, o Preço Mínimo Aceitável tinha impacto direto e relevante no montante de recursos que seriam aportados pelo Fundo Global. Para cada pregão do período de precificação em que a cotação média ponderada pelo volume fosse inferior ao Preço Mínimo Aceitável, o compromisso de subscrição do Fundo Global se reduziria em 10%.

43. Nesse contexto, havia forte incentivo para que a administração da Companhia estabelecesse um Preço Mínimo Aceitável próximo às cotações médias diárias que vinham sendo observadas, de modo a não frustrar o aumento de capital. Considerando

que a Companhia atravessava importante crise financeira e tinha se comprometido a remunerar o Fundo, pode-se dizer que tal incentivo era mesmo significativo.

44. No entanto, como já mencionado acima, não me parece necessário apreciar se, de fato, o Conselho de Administração tinha liberdade para estabelecer o preço de emissão e se, da forma como foi conduzida, a precificação contrariou as disposições contidas nos parágrafos 1º e 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. Isto porque, ainda que fossem procedentes os argumentos da SEP, não seria possível, a meu ver, vislumbrar qualquer prática não equitativa. Afinal, o fato de o preço ter observado os parâmetros convencionados no SEDA não indica que o Fundo Global tenha sido colocado em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Ao reverso, ainda que se admitam as irregularidades apontadas pela SEP, o procedimento de precificação, em si, não estabeleceu distinções entre os subscritores do aumento de capital.

45. Ainda a respeito do procedimento observado pela administração, a SEP sustenta que o período de 36 pregões que, segundo o Comunicado ao Mercado divulgado em 26.4.2012 teria sido considerado na precificação das novas ações, mostra-se "viciado", uma vez que incluiu o período de precificação definido contratualmente, durante o qual o Fundo Global teria exercido forte pressão vendedora, influenciando, desse modo, a fixação do preço.

46. Assim, como exposto linhas acima, entendo que esse argumento é irrelevante para a configuração da prática não equitativa. A crítica formulada pela SEP mais parece sugerir, ao menos em tese, a ocorrência de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, prática vedada pela alínea *b* do inciso II da Instrução CVM nº 08/1979. No entanto, não foi essa a conclusão alcançada pela área técnica da CVM, ao fim de minuciosa apuração dos fatos. A SEP concluiu, diferentemente, ter ocorrido prática não equitativa, mas, nesse tocante, como já dito, entendo que o procedimento de precificação, em si, não colocou o Fundo Global em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes do aumento de capital da Mundial.

II.D. DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE O SEDA E O AUMENTO DE CAPITAL.

47. Passo então ao segundo aspecto da operação que, de acordo com a acusação, evidenciaria a suposta prática não equitativa. Cuida-se da divulgação de informações sabidamente incompletas sobre o SEDA e o aumento de capital. Nesse tocante, o Termo de Acusação afirma que os demais subscritores e o mercado em geral não foram informados "a respeito dos detalhes traiçoeiros da transação levada a efeito" (fls. 265).

48. Em particular, a SEP sustenta que os acusados omitiram deliberadamente do mercado que o SEDA previa a celebração de contrato de empréstimo de ações de emissão da Mundial entre, de um lado, a acionista controladora Zephar e, de outro, o Fundo Global, o qual venderia as ações dessa forma recebidas durante o período de precificação para, com o montante arrecadado, subscrever o aumento de capital, valendo-se para tanto do direito de subscrição cedido por acionista da Companhia. Em seguida, a Zephar receberia, em pagamento do mútuo, as ações subscritas pelo Fundo Global.

49. Em momento algum, ao longo de toda a operação, o empréstimo foi divulgado ao mercado. O comunicado ao mercado divulgado em 15.7.2011 noticiou a celebração do SEDA, descrevendo os principais termos do ajuste, mas, silenciou-se acerca do empréstimo.

50. A Companhia somente divulgaria novo comunicado ao mercado em 26.4.2012 com o fim de informar a aprovação do aumento de capital. A essa altura, o empréstimo

já havia sido aperfeiçoado, mediante a entrega das ações ao Fundo Global. No entanto, uma vez mais, tal informação foi omitida do mercado.

51. Os defendentes alegam, contudo, que, nos termos da regulamentação vigente, a administração da Mundial não estava obrigada a divulgar toda e qualquer informação sobre o SEDA, mas, somente aquela que, sendo capaz de influenciar o preço das ações de emissão da Companhia, fosse relevante para o investidor. Argumentam, ademais, que, nos termos pactuados no SEDA, o empréstimo de ações e a subsequente venda durante o período de precificação constituía mera faculdade, que seria eventualmente exercida pelo Fundo Global. Assim, não caberia à administração da Companhia divulgar informações incertas de forma irresponsável.

52. Ressaltam, nessa direção, que a forma escolhida pelo Fundo Global para financiar a subscrição das ações era assunto de interesse exclusivo do próprio fundo, que não dizia respeito à Companhia. Por isso, não caberia à administração incluir informações sobre esse ponto nas suas divulgações ao mercado.

53. Argumentam, por fim, que o empréstimo foi devidamente divulgado, por meio do envio à CVM do Formulário "Valores Mobiliários negociados e detidos (art. 11 da Instrução CVM nº 358/2002)" em 21.4.2012.

54. Tais argumentos, todavia, não merecem prosperar. Como todos sabem, um dos pilares da regulação do mercado de valores mobiliários é o princípio do **full and fair disclosure**, segundo o qual os investidores devem ser capazes de tomar as suas decisões econômicas dispondo do mesmo nível de informação sobre os emissores e seus valores mobiliários. A informação deve ser verdadeira, precisa e completa⁸.

55. Nessa toada, as companhias abertas sujeitam-se ao cumprimento de obrigações de informação previstas em lei ou estabelecidas pela CVM em diversos instrumentos normativos⁹, dentre os quais convém destacar as Instruções nº 358, de 2002, nº 361, de 2003, nº 400, de 2003, nº 480, de 2009, e nº 481, de 2009.

56. A Instrução nº 480, de 2009, é a coluna mestre desse arcabouço regulatório, pois é nela que se encontram dispostas as regras fundamentais de obtenção, manutenção e cancelamento do registro junto à CVM dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados¹⁰. Nessa esteira, referida Instrução define os alicerces do regime informacional a que se submetem as companhias abertas bem como estabelece regras básicas a serem observadas na divulgação de informações.

57. Por sua importância, permito-me reproduzi-las abaixo:

Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

Art. 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Art. 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.

Art. 17. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Art. 18. Sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado.

Art. 19. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

58. Tais regras, repito, devem ser observadas pelas companhias abertas na prestação de qualquer informação. Desse modo, e voltando ao caso em apreço, a Mundial deveria ter prestado informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzissem o investidor a erro sobre o SEDA e o aumento de capital (art. 14). Deveria, ademais, ter revelado tais informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (art. 16).

59. No entanto, não foi isso o que se passou, já que foi omitida dos investidores parte do SEDA indispensável à correta compreensão do aumento de capital. Com efeito, a previsão de que seria celebrado empréstimo de ações de emissão da Mundial entre a controladora Zephar e o Fundo Global se afigurava relevante, por diversas razões.

60. A primeira é que, diferentemente do alegado pela defesa, o empréstimo de ações não consubstanciava mera faculdade de exercício incerto e ignorado pela administração da Mundial. Ao reverso, a Cláusula 7.01.n do SEDA estabelecia que a Companhia somente poderia enviar Notificação Prévia ao Fundo, solicitando a subscrição de ações em futuro aumento de capital, caso este último já tivesse tomado emprestadas ações com valor de mercado pelo menos equivalente ao da subscrição¹¹. Ou seja, o empréstimo consubstanciava etapa obrigatória e necessária à execução do SEDA e, por conseguinte, à realização do aumento de capital. Desse modo, a divulgação dessa etapa teria colocado os investidores em condições de avaliar, corretamente, o SEDA, notadamente a forma pela qual o Fundo Global pretendia financiar a sua participação no aumento de capital.

61. A segunda razão é que tal informação teria indicado ao mercado a real dimensão do risco que o Fundo Global estava disposto a assumir ao participar do aumento de capital da Mundial. Tal aspecto, a meu ver, é de inegável relevância, especialmente por se tratar de companhia que, à época dos fatos, enfrentava grave e notória crise financeira. Nesse contexto, era mesmo de se esperar que a celebração pela Companhia de uma linha de **equity** com novo investidor, que se comprometia a subscrever ações sempre que solicitado até US\$ 50 milhões, gerasse a percepção de que ele confiava de tal modo na recuperação financeira da Companhia que estava disposto a correr o risco do empreendimento. Logo se vê, portanto, que a divulgação do contrato de empréstimo de ações teria dissipado essa falsa expectativa, revelando ao mercado que, em realidade, o Fundo Global tinha, desde o início da operação, a intenção de desfazer-se das ações subscritas, tão logo consumado o aumento de capital, entregando-as à controladora Zephar, em cumprimento do empréstimo celebrado¹².

62. Afinal, é bastante razoável supor que quem comprou a ação após a divulgação do SEDA o fez na expectativa de sua valorização, motivado, ao menos em parte, pela percepção de que aparentemente – mas, apenas aparentemente – o Fundo Global acreditava de tal modo na recuperação da Companhia que havia aceitado o risco de investir montantes significativos de recursos. No entanto, a realidade, como revelada pela apuração conduzida pela CVM, afigurava-se muito diferente, pois que o Fundo Global entregaria as ações subscritas à Zephar tão logo consumado o aumento de capital, em cumprimento do contrato de empréstimo, que, repita-se, não foi divulgado ao mercado.

63. A propósito, convém afastar o argumento da defesa de que o empréstimo teria sido divulgado ao mercado por meio do formulário “Valores Mobiliários negociados e detidos”. Ocorre que tal documento se limitou a informar, de forma totalmente descontextualizada, a realização de empréstimos de 5.200.000 ações por pessoa ligada

ao Conselho de Administração em 29.3.2012. Com efeito, o formulário não revelou que o mutuante era a Zephar e o tomador, o Fundo Global. Tampouco esclareceu que a operação estava inserida no âmbito maior do SEDA e do futuro aumento de capital da Companhia, que, frise-se, naquela data sequer havia sido divulgado ao mercado. Ou seja, era impossível depreender da leitura do formulário qual seria a estratégia de financiamento que o Fundo Global empregaria na subscrição de ações, o que, como já mencionado, tinha relevância inegável para a correta compreensão da operação como um todo.

64. As falhas informacionais não param por aí. Cumpre destacar que o Fundo Global foi o único investidor a quem a administração da Companhia informou quando ocorreria o período de precificação da subscrição. Com efeito, de acordo com o programa contratual estipulado no SEDA, o referido período teria início tão logo a Companhia enviasse Notificação Prévia ao Fundo Global, solicitando a realização de subscrição particular de ações. Tal notificação ocorreu em 9.4.2012, mas, ninguém, além do Fundo Global, tomou conhecimento de que se realizaria, nos dias seguintes, o período de precificação.

65. Tal fato se mostra especialmente grave, pois significa dizer que, com exceção do Fundo Global, nenhum outro investidor negociou ações de emissão da Mundial no período de 9 a 20 de abril de 2012, ciente de que se tratava do período de precificação. Também não tiveram conhecimento de que a administração da Companhia estava em vias de promover um aumento de capital.

66. Sem dúvida, tais informações eram relevantes e poderiam ter influenciado as decisões dos investidores de comprar, vender ou manter ações de emissão da Mundial. Não se trata de aspectos secundários da operação, que pudessem ter sido omitidos. Se soubessem que a administração pretendia conduzir proximamente um aumento de capital e que as negociações realizadas entre 9 e 20 de abril teriam influência determinante na fixação do preço de emissão, aqueles que negociaram o papel no aludido período poderiam ter decidido diferentemente, abstendo-se de adquirir ou vender o ativo, ou apenas aceitando fazê-lo por preço diverso. Se estivessem de posse dessas informações, poderiam, inclusive, ter optado por seguir uma estratégia semelhante ao do Fundo Global, "shorteando" o papel durante o referido período para, em seguida, adquirir novas ações no aumento de capital. Se, ademais, tivesse sido divulgado o empréstimo de ações entre o Fundo e a controladora Zephar, os investidores estariam cientes de que haveria, no período, significativa pressão vendedora.

67. Em suma, tudo isso permite concluir que não foram prestadas ao mercado informações completas sobre o SEDA e o aumento de capital, como exigido pelo art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009. Foram omitidas do mercado informações relevantes – a saber, a intenção de realizar aumento de capital no mês de abril de 2012, as datas compreendidas no período de precificação e o empréstimo de ações em favor do Fundo Global – que deveriam ter sido divulgadas na forma prevista na regulamentação vigente.

68. E, sendo assim, também não foi assegurada a divulgação equitativa de informações para todo o mercado (art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009). Nesse ponto, tem razão a acusação quando afirma que ninguém – afora a controladora Zephar, o Fundo Global e os administradores da Companhia – tinha conhecimento de detalhes importantes do SEDA e do modo de condução do aumento de capital.

69. Criou-se, desse modo, grave assimetria informacional entre os participantes do aumento de capital, uma vez que somente o Fundo Global e a Zephar puderam negociar no período de precificação e subscrever ações de posse de informações que, como visto linhas acima, eram relevantes para a compreensão da operação como um todo. Tal assimetria traduz verdadeira *vantagem informacional indevida*, sendo, portanto, o

primeiro elemento de caracterização da indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade a que se refere o ilícito da prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

70. A meu ver, tal assimetria informacional se mostra ainda mais flagrante e reprovável ao se ter em vista que a Cláusula 7.01 do SEDA determinava que, antes do envio da Notificação Prévia ao Fundo Global, a administração da Companhia realizasse divulgação pública, contendo, entre outras informações, qual seria o período de precificação (Cláusula 7.01, a, 3). No entanto, não se tem notícia de que tal divulgação tenha sido efetuada, como previa o acordo.

II.E. DA NEGOCIAÇÃO PELO FUNDO GLOBAL DE AÇÕES DE EMISSÃO DA MUNDIAL DURANTE O AUMENTO DE CAPITAL.

71. Passo então a analisar o terceiro e último aspecto do aumento de capital examinado pela acusação, o qual diz respeito, especificamente, ao *modus operandi* do Fundo Global ao negociar ações de emissão da Mundial durante o aumento de capital.

72. Conforme demonstrado no curso da instrução deste processo, mediante a produção de provas que não foram contestadas pela defesa, o Fundo Global tomou emprestadas ações da controladora Zephar, vendeu parte dessas ações durante o período de precificação, e utilizou os recursos assim obtidos para acompanhar o aumento de capital. Na sequência, devolveu as novas ações à Zephar, quitando o empréstimo.

73. Em vista disso, a acusação aduz que o Fundo Global atuou, no caso, como mero intermediário, tendo subscrito ações no aumento de capital com recursos que não eram próprios, mas, de terceiros, mais precisamente dos investidores que compraram ações de emissão da Mundial durante o período de precificação.

74. Nesse ponto, discordo da SEP quando alega que os recursos não pertenciam ao Fundo Global. Tal afirmação não se mostra correta, vez que, no direito pátrio, o empréstimo de bens fungíveis, como ações, tem natureza de mútuo, transferindo-se o domínio das coisas emprestadas ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição (Código Civil, art. 587). Significa dizer que o Fundo Global era dono das ações emprestadas assim como do produto obtido com a venda dessas ações.

75. A meu ver, o que, de fato, ocorreu é que a subscrição de ações pelo Fundo Global foi financiada com a venda das ações emprestadas. Mas, disso não decorre que a Mundial não tenha recebido recursos novos no aumento de capital. Tal opinião não se mostra correta nem jurídica nem economicamente, pois que a subscrição foi realizada mediante o efetivo aporte de recursos financeiros à Companhia. Houve transferência de riqueza, originalmente nas mãos dos acionistas que alienaram suas ações durante o período de precificação, para a Companhia, devidamente reconhecida em seu passível não exigível.

76. Também me parece oportuno destacar que o financiamento de subscrição privada mediante a venda de ações emprestadas não configura, *per se*, irregularidade ou causa de desequilíbrio ou desigualdade entre os participantes da operação. Haveria prática não equitativa caso o Fundo Global tivesse sido privilegiado em razão da estrutura montada no aumento de capital, gozando de vantagens que não tivessem sido estendidas aos demais investidores.

77. Chego, nesse passo, à segunda afirmação da acusação, segundo a qual a operação teria proporcionado ao Fundo Global "ganho quase sem risco". Os defendentes rebatem-na com o argumento de que toda decisão de investimento é tomada com base

na expectativa de ganho, de modo que, nesse particular, o Fundo não teria agido diferentemente de qualquer outro investidor (fls. 643 e 644).

78. De todo modo, ainda que procedente o argumento da acusação, não vejo em princípio irregularidade em buscar-se, por meio de arranjos contratuais, a eliminação ou a mitigação de determinados riscos, o que pode revelar-se útil a diversos fins, inclusive à redução dos custos da transação, desde que não se criem, dessa maneira, privilégios para determinado investidor, em detrimento dos demais participantes do mercado. Este é o ponto crucial a ser examinado neste julgamento.

79. Nesse ponto, perde em importância a discussão sobre os riscos que foram efetivamente incorridos pelo Fundo Global, cabendo destacar, em vez disso, que, do modo como foi conduzido o aumento de capital, esse investidor foi o único em condições de financiar a sua participação na subscrição particular por meio da venda de ações emprestadas no período de precificação.

80. Em tese, era dado a qualquer investidor seguir a mesma estratégia do Fundo Global, isto é, tomar ações emprestadas, vendê-las durante o período de precificação, usar os recursos assim obtidos para realizar o aumento de capital (valendo-se do direito de preferência cedido por algum acionista) e, ao final, entregar as ações subscritas em pagamento do empréstimo.

81. No entanto, em razão da grave assimetria informacional exposta linhas acima, os investidores, com exceção do Fundo Global, não tiveram a oportunidade de seguir tal estratégia, já que sequer conheciam as datas do período de precificação. Com efeito, o mercado apenas teve ciência do aumento de capital em 26.4.2012, no mesmo dia em que este foi aprovado pelo Conselho de Administração da Companhia, quando já havia se encerrado o período de precificação (de 9 a 20 de abril). Ou seja, os demais participantes do mercado apenas foram informados acerca do aumento de capital na véspera do período de subscrição, quando já não havia mais tempo hábil para adotar a mesma estratégia empregada pelo Fundo Global.

82. Vale esclarecer, a propósito, que o êxito da estratégia de financiamento da subscrição dependia de as ações emprestadas (em montante equivalente ao da subscrição) serem vendidas durante o período de precificação, e não em qualquer outro momento. Isto porque, como já exposto neste voto, o SEDA continha disposições contratuais que asseguravam o alinhamento do preço de emissão com as cotações médias diárias registradas naquele período. Desse modo, quem negociasse naquele período, procurando vender determinado número de ações por valor ao menos igual à cotação média diária, teria maiores chances de conseguir levantar recursos suficientes para subscrever igual número de ações no aumento de capital. Dito diversamente, quem pudesse seguir a mesma estratégia que o Fundo Global correria riscos menores de se ver obrigado a empregar recursos adicionais aos obtidos por meio da venda do papel para subscrever ações no aumento.

83. No entanto, como já dito, tal oportunidade não foi dada a nenhum investidor, com exceção do Fundo Global. A cronologia dos fatos mostra que, enquanto o mercado era mantido às escuras, o Fundo Global pôde confortavelmente montar e executar a sua estratégia de financiamento.

84. Assim, em 29.3.2012, a Zephar emprestou ao Fundo Global 5.200.000 ações de emissão da Mundial, cujo valor de mercado representava o montante máximo que, nos termos do SEDA, este poderia ser chamado a subscrever em um aumento de capital¹³. Em 9 de abril, a administração da Companhia enviou a Notificação Prévia ao Fundo

Global, solicitando o aporte, no próximo aumento de capital, de R\$2.080.000,00, equivalente a 5.200.000 ações ao preço médio da ação no mesmo dia¹⁴. Nesse documento, também foi informado que o Preço Mínimo Aceitável seria de R\$ 0,36, o qual se revelava inferior às cotações médias diárias que vinham sendo observadas no pregão da bolsa. No mesmo dia, teve início o período de precificação, que se encerraria no dia 20 do mesmo mês. Durante esse período, o Fundo Global "shorteou" o papel da Mundial, levantando recursos que seriam, em seguida, empregados na subscrição.

85. No dia 26 de abril, a administração da Companhia e o Fundo Global firmaram o Documento de Liquidação, no qual foram definidos os termos da participação daquele fundo no aumento de capital. Como se pode ler no referido documento, as partes fixaram o preço de emissão em R\$0,37 e diminuíram a importância dos recursos que o Fundo Global teria de aportar no aumento de capital. O montante de R\$2.080.000,00, informado na Notificação Prévia, foi então reduzido para R\$1.700.000,00, equivalente a 4.594.594 ações.

86. No mesmo dia 26, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado (fls. 88 e 89), informando que o Fundo Global aportaria R\$1.410.884,00, subscrevendo 3.813.200 ações da Mundial, em flagrante divergência com os montantes acordados entre as partes no Documento de Liquidação (fls. 96 a 98), mantendo o mercado em erro acerca da efetiva participação do Fundo Global no aumento de capital¹⁵.

87. O que se observa da lista de subscritores do aumento de capital (fls. 102 a 104) é que o Fundo Global de fato subscreveu a quantidade fixada no Documento de Liquidação, equivalente ao montante de R\$1.700.000,00. Considerando as comissões a serem pagas, da ordem de R\$487.550,00 (fls. 97), o Fundo Global pagaria à Companhia o montante líquido de R\$1.212.450,00, valor inferior ao total de recursos que ele tinha conseguido levantar durante o período de precificação (R\$1.475.149,00)¹⁶. Significa dizer, portanto, que a estratégia de financiamento havia se revelado bem-sucedida¹⁷.

88. Em contrapartida, os demais participantes só souberam do aumento de capital no dia 26, quando o Conselho de Administração aprovou o aumento de capital. Nessa oportunidade, ninguém mais poderia tentar seguir a mesma estratégia do Fundo Global, tomando ações emprestadas para vendê-las no período de precificação e, em seguida, empregando os recursos assim obtidos para subscrever ações no capital. Isto porque, repita-se, ninguém, com exceção do Fundo Global, foi informado previamente acerca do período de precificação, tendo tomado conhecimento do aumento de capital quando já estava por iniciar o período de subscrição.

89. Vale frisar, aqui novamente, que, nos termos do SEDA, a Companhia, previamente ao envio da Notificação Prévia em 9.4.2012, deveria ter divulgado ao mercado informações acerca da subscrição particular de ações, inclusive o período no qual se daria a precificação. No entanto, como já exposto, não se tem notícia desse comunicado, de sorte que o aumento de capital apenas foi divulgado no dia 26.4.2012, quando o período de precificação já havia sido encerrado.

90. Em suma, a relevante assimetria informacional, resultante da omissão de informações relevantes sobre o SEDA e o modo de condução do aumento de capital, fez com que o Fundo Global fosse o único investidor em condições de financiar a sua participação no aumento de capital por meio da venda de ações emprestadas durante o período de precificação. Desta feita, o Fundo Global obteve uma vantagem informacional, que o colocou em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Note-se que tal vantagem é flagrantemente indevida, uma vez que decorre da disseminação inadequada e assimétrica de informações ao mercado,

contrariamente às regras que regem o mercado de valores mobiliários. Resta, assim, caracterizada a materialidade da prática não equitativa.

II.F. DA AUTORIA E DO DOLO.

91. Caracterizada a materialidade do ilícito, cumpre então examinar a sua autoria, tendo em conta que a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários supõe o dolo específico do agente.

92. Nesse tocante, Michael Ceitlin desponta como principal autor do ilícito. Além de ocupar a presidência do Conselho de Administração, esse acusado desempenhava, ainda, as funções de diretor-presidente e diretor de relações com investidores da Mundial. Nessa qualidade, era o responsável primário pela divulgação ao mercado de informações sobre o SEDA e o aumento de capital (Instrução CVM nº 480, de 2009, art. 45). Era seu dever, portanto, zelar pela completude das informações bem como pela sua disseminação equitativa, em cumprimento à regulamentação da CVM.

93. Além disso, na qualidade de principal diretor da Mundial, Michael Ceitlin era o principal responsável pelo modo de condução do aumento de capital, tendo praticado os principais atos examinados neste processo. Com efeito, foi ele quem assinou o SEDA, a Notificação Prévia e o Documento de Liquidação, em nome da Companhia. Em definitivo, Michael Ceitlin tinha pleno controle das consequências da prática ilícita, tendo sido diretamente responsável pelas falhas informacionais que colocaram o Fundo Global em posição privilegiada para participar do aumento de capital, consoante exposto neste voto.

94. A meu ver, a ação consciente e deliberada do acusado, com vistas à produção da vantagem indevida, torna-se ainda mais evidente ao se ter em vista que foram omitidas do mercado informações sobre o aumento de capital que, contudo, nos termos do SEDA, deveriam ter sido divulgadas ao público. Com efeito, contrariando o estipulado no aludido contrato, o diretor de relações com investidores deixou de revelar ao público, previamente ao envio da Notificação Prévia, que a Companhia tinha a intenção de promover um aumento de capital e qual seria o período de precificação. Desse modo, o acusado contribuiu, decisivamente, para que o Fundo Global fosse o único participante do mercado apto a financiar a sua participação no aumento de capital mediante a venda de ações emprestadas no referido período.

95. Outro autor do ilícito foi o Fundo Global, o qual, como examinado neste voto, teve participação ativa em diferentes fases da prática não equitativa – celebração do SEDA, realização do empréstimo de ações, negociação no período de precificação e subscrição de novas ações no aumento de capital – além de ter sido o beneficiário da vantagem informacional indevida proporcionada pelas falhas informacionais ocorridas na divulgação dos termos pactuados no SEDA, bem como do modo de condução do aumento de capital. Como exposto linhas acima, tais falhas fizeram com que o Fundo Global fosse o único investidor apto a financiar a sua participação no aumento de capital por meio da venda de ações emprestadas da Mundial durante o período de precificação.

96. Ao lado do Fundo Global e de Michael Ceitlin, que desempenharam papel central no concurso de pessoas, entendo que participou ativa e deliberadamente da prática ilícita a acionista controladora Zephar. Afinal, foi a Zephar quem emprestou ao Fundo Global as ações que seriam em seguida vendidas no período de precificação. O empréstimo, vale frisar, constituiu ato preparatório da estratégia que seria adotada pelo Fundo Global, tendo sido consumado em momento em que a realização próxima do aumento ainda não havia sido divulgada ao mercado. Vale dizer, portanto, que a Zephar concorreu efetiva e concretamente para a consumação do ilícito, tendo provido os meios necessários para

que o Fundo Global estivesse em condição de seguir a sua estratégia de financiamento da subscrição de ações enquanto todos os demais participantes do mercado eram mantidos às escuras.

97. Ademais, as provas dos autos demonstram que a atuação da Zephar foi consciente e deliberada. Isto porque tal pessoa jurídica era uma holding controlada pelo acusado Michael Ceitlin, que detinha 98% do seu capital social (fls. 263). O acusado, além disso, era o representante legal da Zephar, tendo assinado, em seu nome, o contrato de empréstimo de ações (fls. 73 a 83). Esse estreito vínculo societário evidencia a existência do conluio e de comunhão de desígnios entre a Zephar e Michael Ceitlin, o qual, como exposto acima, foi, ao lado do Fundo Global, o principal responsável pela consumação do ilícito.

98. Em contrapartida, no meu sentir, as provas dos autos não são suficientes para demonstrar a concorrência intencional dos demais membros do Conselho de Administração da Mundial para a prática não equitativa. Nesse ponto, a acusação baseou-se, exclusivamente, no fato de o Conselho de Administração ter autorizado a diretoria a proceder à celebração do SEDA e, posteriormente, ter aprovado o aumento de capital.

99. No entanto, tais fatos não demonstram que os demais conselheiros, com exceção de Michael Ceitlin, agiram intencionalmente para que o Fundo Global participasse do aumento de capital em situação de indevida vantagem em relação aos demais participantes. Primeiro, porque, como já mencionado, a responsabilidade pela prestação das informações exigidas das companhias abertas recai primariamente sobre a diretoria de relações com investidores, que, no caso, era desempenhada por Michael Ceitlin.

100. Segundo, porque não há evidências de que tenham tomado conhecimento das falhas informacionais cometidas pelo diretor de relações com investidores. Nesse ponto, é bem verdade que, ao aprovar o aumento de capital, o Conselho de Administração teve a oportunidade de conhecer o procedimento até então conduzido pela diretoria, de modo que poderia ter constatado as graves falhas informacionais que já tinham sido perpetuadas.

101. No entanto, tal fato, por si só, não me parece suficiente para comprovar, de maneira inequívoca, a concorrência dolosa dos conselheiros Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó Renner, Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares na produção da prática não equitativa. A meu ver, restam dúvidas ponderosas a respeito do desígnio que animava os conselheiros, pois não se pode afastar, com base nas provas dos autos, de que tenham aprovado o aumento, sem apor qualquer ressalva, por confiar nas informações recebidas do diretor de relações com investidores, que também era presidente do Conselho. Também não se pode afastar a hipótese de que tenham aprovado a operação sem tomar conhecimento das falhas informacionais, em razão de uma possível falta de diligência na supervisão dos atos praticados pela diretoria.

102. De todo modo, considerando que a prática não equitativa traduz ilícito administrativo que não admite modalidade culposa, entendo que não restou devidamente comprovada a responsabilidade dos referidos conselheiros na produção da prática não equitativa.

103. Por fim, ainda no que tange à autoria, convém ressaltar, de modo a orientar a futura atuação da área técnica da CVM, que, em casos semelhantes ao presente, cumpre apurar igualmente a responsabilidade do responsável legal ou contratual pela gestão do fundo investidor. Ao menos em tese, afigura-se verossímil que essa pessoa tenha sido responsável pelos atos praticados pelo fundo, cabendo, assim, responsabilizá-la caso se verifique, no decorrer da investigação, que ela tenha, de fato, participado da consumação da prática não equitativa. Vale, nesse ponto, ressaltar que a punição de todos aqueles

que tenham concorrido para a produção da ilicitude é medida indispensável à efetiva prevenção e repressão de ilícitos no âmbito do mercado de valores mobiliários.

III. FALTA DE ATUALIZAÇÃO DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA.

104. Concluído o exame das acusações relativas à ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, passo então a analisar a acusação formulada em face de Michael Ceitlin de infração ao disposto no artigo 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009, em virtude de não ter atualizado tempestivamente o Formulário de Referência da Companhia, com informações relativas ao aumento de capital homologado em 19.6.2012.

105. O Formulário de Referência deveria ter sido atualizado até o dia 28.6.2012, ou seja, até sete dias úteis após a referida homologação. A atualização, contudo, aconteceu apenas no dia 3.7.2012, ou seja, fora do prazo estabelecido no diploma legal em comento.

106. O acusado, em sua defesa, não contesta o fato, mas, argumenta que o atraso foi de apenas dois dias úteis, justificado diante de dificuldades com o processamento de informações que deveriam ser geradas pela instituição que prestava serviço de escrituração das ações da Companhia. Com isso, o defendente somente teria recebido a relação definitiva de acionistas (livre de inconsistências) na data em que foi atualizado o documento na plataforma da CVM. Alega ainda que o ocorrido se enquadra em situação de força maior.

107. Tal justificativa não me parece convincente, pois, na reunião do Conselho de Administração que homologou o aumento de capital em 19.6.2012, já haviam sido informados os valores subscritos e as quantidades.

108. Nada obstante, tendo em vista que o atraso se limitou a dois dias úteis, entendo que se trata de irregularidade menor, desprovida de materialidade, de modo que não haveria justa causa para a imposição de penalidade, que, nas circunstâncias do caso, se afiguraria desproporcional à relevância dos fatos apurados.

IV. CONCLUSÃO.

109. Passo, enfim, às conclusões do voto. Como visto acima, Fundo Global e Michael Ceitlin foram os autores da prática não equitativa, infração considerada grave nos termos do inciso III da Instrução CVM nº 08/1979.

110. A conduta dos acusados revela-se especialmente reprovável, pois, como tive a oportunidade de manifestar no julgamento do PAS nº RJ2012/13605, o ilícito por eles engendrado compromete um dos pilares do eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários, a saber, o "princípio da equidade nas negociações" travadas entre investidores.

111. A concessão de privilégios para determinado investidor, em detrimento dos demais participantes do mercado, como verificado no presente caso, gera a percepção extremamente danosa para o desenvolvimento do mercado brasileiro de que as oportunidades de ganho e de perda não são as mesmas para todos. A consequência disso é o abalo na credibilidade do mercado e a disseminação junto aos investidores, especialmente junto aos pequenos poupadores, de que o investimento em valores mobiliários não é destino seguro para a aplicação de seus recursos.

112. De outra parte, como exposto neste voto, a acionista controladora Zephar foi partícipe da prática não equitativa, uma vez que contribui, de maneira ativa e intencional, para a sua consumação. Entendo que também deva ser responsabilizada,

observando-se a aplicação analógica do art. 29 do Código Penal, de acordo com o qual “quem, de qualquer modo, concorre para o crime incide nas penas a este cominadas, na medida de sua culpabilidade”.

113. Diante disso, voto nos seguintes termos:

(i) condenação de *YA Global Investments BR, LLC* à penalidade de proibição temporária por 5 (cinco) anos de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, com fulcro no inciso VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;

(ii) condenação de Michael Lenn Ceitlin à penalidade de inabilitação temporária por 2 (dois) anos para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, com fulcro no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;

(iii) condenação de Zephar Participações Ltda. à penalidade pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;

(iv) absolvição de Michael Lenn Ceitlin da acusação de infração ao disposto no artigo 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009; e

(v) absolvição de Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó Renner, Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares da acusação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79.

114. Sugiro ainda que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado do Rio Grande do Sul, em complemento ao Ofício CVM/SGE/Nº04/2015 (fls. 294).

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2017.

Pablo Renteria
DIRETOR-RELATOR

¹ “Art. 9º - Antes da intimação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data do termo de acusação, analisando objetivamente a observância dos requisitos do art. 6º e o cumprimento do art. 11.

Parágrafo único. A Superintendência que tiver oferecido o termo de acusação poderá, considerando o parecer da PFE, arquivar o processo.”

² Sobre o tema, v. William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, p. 383.

³ Nessa direção, na doutrina especializada: “(...) the large majority of PIPE deals are undertaken by small public companies. These companies generally pursue PIPEs not because they offer advantages over other financing alternatives but because the companies have no other financing alternatives. By and large, PIPE issuers are not only small in terms of market capitalization but have weak cash flow and poorly performing stocks. A recent study of PIPE issuers by Professors Chaplinsky and Haushalter found that `more than 84% of PIPE issuers have

negative operating cash flow and over 50% of the issuers have falling stock prices in the year prior to issue.' Further, a majority of them will run out of cash within a year unless they obtain additional financing. Thus, traditional forms of financing are simply not an option. Few, if any, investment banking firms are willing to underwrite follow-on offerings for small, distressed public companies. Further, these companies lack the collateral and financial performance to qualify for bank loans and the upside potential to attract traditional private equity financing (William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, pp. 386-387).

⁴ V. a propósito William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, pp. 387; e ainda David J. Brophy; Paige P. Ouimet; Clemens Sialm, *Hedge Funds as Investors of Last Resort*, in *Review of Financial Studies*, August 2006, p. 15.

⁵ IA CVM nº 06/94, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 21.3.2002. Veja-se, também, IA CVM nº 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 23.11.2000.

⁶ PAS 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 23.11.2000.

⁷ O valor de R\$ 0,3620 é obtido pela aplicação do método de precificação previsto no SEDA. As três menores médias durante o período de precificação foram: R\$0,3824, R\$0,3697 e R\$0,3676, cuja média equivale a R\$0,3732. Aplicando-se o percentual de 97%, chega-se ao valor de R\$0,3620.

⁸ De acordo com o art. 4º da Lei nº 6.385/1976, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de "assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido". Nesse sentido, ao discorrer sobre o princípio do **full disclosure**, Modesto Carvalhosa afirma que "[o] sistema de revelação dos fatos negociais e institucionais relevantes da companhia constitui a mais importante salvaguarda para os investidores, porque lhes permite avaliar, por si mesmos, todos os dados necessários para a verificação do efetivo preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia". Ainda segundo o autor, esse sistema objetiva "não só a proteção legal dos acionistas, mas, também, a segurança jurídica do público investidor e da própria estrutura do mercado de capitais, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia" (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3º volume, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 411-412).

⁹ O art. 22, §1º, da Lei nº 6.385/1976 atribui competência à CVM para expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação.

¹⁰ Com exceção dos fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, cujo registro obedece a regras estabelecidas em regulamentação específica da CVM (Instrução CVM nº 480, 2009, art. 1º, §3º).

¹¹ 7.01 Conditions Precedent to the right of the company to deliver an advance notice and the obligation of the investor to subscribe for the shares. (...) 7.01.n: The investor shall have received Loan Shares on terms and conditions satisfactory to the Lender in its sole discretion, which as of the date of each Advance Notice have a market value (as determined based on the latest available Daily VWAP) at least equal to the amount of the Advance requested by the Company, with respect to Common Stock and the Preferred Stock, respectively. No Pricing Period shall begin until the investor has confirmed that this condition has been satisfied.

¹² As ações foram devolvidas pelo Fundo Global à Zephar em 6.7.2012 (fls. 160).

¹³ Ver nota **Erro! Indicador não definido.**

¹⁴ De acordo com o Settlement Document (fls. 96), o preço médio ponderado da ação da Mundial em 9.4.2012 foi R\$ 0,40.

¹⁵ Cumpre notar ainda que o montante especificado no comunicado ao mercado correspondia ao volume de vendas do Fundo Global durante o período de precificação.

¹⁶ Conforme negociações relacionadas na tabela de fls. 708.

¹⁷ As demais 781.300 ações (diferença entre a quantidade informada no Comunicado ao Mercado e aquela fixada no Documento de Liquidação) foram vendidas pelo Fundo Global entre os dias 24.4 e 18.5.2012.