



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N.º RJ 2014/14465

1. Trata-se de proposta de Termo de Compromisso apresentada espontaneamente por Chaim Zaher, previamente à instauração de Processo Administrativo Sancionador pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, nos termos do art. 7º da Deliberação CVM n.º 390/01. (MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2 às fls. 26 a 29)

#### FATOS

2. Em 15.12.14, foi protocolizada nesta autarquia correspondência por Chaim Zaher, membro do Conselho de Administração da Estácio Participações S.A. (“Estácio” ou Companhia”), alegando resumidamente que: (parágrafos 2º e 5º do MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2)

a) além de administrador da Estácio, também é gestor e cotista da carteira do Clube de Investimentos TCA (“Clube” ou “TCA”);

b) em 6.11.14, a Companhia divulgou seu Formulário de Informações Trimestrais — ITR do terceiro trimestre de 2014 (3º ITR);

c) dessa forma, de acordo com a previsão constante no § 4º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/02<sup>1</sup>, estaria vedado a negociar valores mobiliários referentes a ações da Estácio no período compreendido entre 22.10.14 e 6.11.14;

---

<sup>1</sup> “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante [...]

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no **caput** no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15. [...].”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- d) por um lapso de atenção, autorizou uma instituição intermediária a realizar por conta e ordem do Clube o lançamento de opções de compra de ações ordinárias da Companhia;
- e) as opções de compra foram realizadas em 31.10.14 e 03.11.14 com preço de prêmio de R\$ 0,30 (trinta centavos), totalizando 2.000.000 (dois milhões) de opções com um montante financeiro de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais);
- f) com preço de exercício de R\$ 30,50 (trinta reais e cinquenta centavos), para que a operação fizesse sentido, o preço da ação deveria estar a R\$ 30,80 (trinta reais e oitenta centavos) na data de vencimento, 15.12.14;
- g) por terem sido autorizadas como uma operação conjunta e terem sido liquidadas somente no mês de novembro, reportou as duas operações como sendo referentes ao mês de novembro, embora a primeira operação tenha ocorrido em outubro;
- h) quando foi detectada a falha na apresentação das informações<sup>2</sup>, enviou comunicado à Companhia solicitando a reapresentação dos formulários de valores mobiliários detidos e negociados referente ao mês de outubro, o que foi feito em 12.12.14;
- i) não possuía informação privilegiada, não teve a intenção de auferir lucro, não houve fato relevante não divulgado e o resultado do terceiro trimestre da Companhia foi em linha com as expectativas do mercado, conforme demonstrado pelo comportamento do preço das ações<sup>3</sup>;
- j) em face às falhas ocorridas, propôs celebração de Termo de Compromisso.

### MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

---

<sup>2</sup> Instrução CVM n.º 358/02:

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.[...]

§ 4º As pessoas mencionadas no **caput** deste artigo deverão efetuar a referida comunicação:

I – no prazo de 5 (cinco) dias após a realização de cada negócio; [...]

<sup>3</sup> Após a divulgação do 3º ITR, em 6.11.14, o preço pelo qual a ação foi negociada caiu.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Após análise, foi identificado pela área técnica que, durante o referido período de vedação, as únicas negociações com ações de emissão da Estácio foram aquelas apontadas pelo proponente. (parágrafo 4º do MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2)

6. Como se trata de opção de compra de ações, o mais importante é comparar o preço da ação no dia do vencimento da opção com o valor de exercício. No caso concreto, o preço de exercício das opções foi de R\$30,50 (trinta reais e cinquenta centavos) enquanto o valor da ação no dia do vencimento, 15.12.14, foi de R\$ 25,25 (vinte e cinco reais e vinte e cinco centavos) (parágrafo 5 do MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2).

7. Desta forma, o comprador da opção da ação, lançada pelo TCA, não exerceu o seu direito de compra, e a opção não se realizou. Com isso, seria possível considerar que o prêmio pago pelo comprador ao Clube pelo lançamento das opções, no montante de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais), virou lucro para o próprio Clube, por não ter havido nenhuma entrega no vencimento da opção. (parágrafo 6º do MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2)

8. Quanto aos formulários de valores mobiliários negociados e detidos, os do mês de novembro de 2014 foram apresentados corretamente pela Estácio. Já os de outubro do mesmo ano, apesar da falha inicial descrita pelo proponente, foram reapresentados com as devidas correções. (parágrafo 7º do MEMO 4/2015 - CVM/SEP/GEA-2)

### PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

9. Juntamente com sua manifestação sobre os fatos ocorridos, o acusado apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso em que se dispõe a pagar à CVM:

- a) em relação à negociação de opções de compra de ações de emissão da Estácio em período vedado, o valor de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais)<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Baseou-se nos precedentes PAS CVM n.º RJ2007/10889, PAS CVM n.º RJ2008/9514 e PAS CVM n.º 2008/9022.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

b) em relação à falha na prestação da informação relativa às negociações realizadas em outubro de 2014, o valor de R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais)<sup>5</sup>;

### MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

10. Em razão do disposto na Deliberação CVM n.º 390/01 (art. 7º, § 5º), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, tendo concluído pela existência de óbice, já que a proposta apresentada não atende em totalidade aos requisitos legais do art. 11, § 5º da Lei n.º 6385/76<sup>6</sup>. Entretanto, poderá o Comitê, se entender conveniente e oportuno, negociar as condições da proposta para que a mesma contemple a indenização integral dos prejuízos suportados pelos adquirentes das opções, caso possam ser identificados, ou, caso as negociações tenham sido feitas em mercado, contra contraparte central, seja o valor correspondente ao lucro devido diretamente à CVM, como indenização ao dano difuso ao direito ao mercado eficiente. (PARECER N.º 00005/2015/GJU-1/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos despachos às fls. 31 a 35).

### NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

11. O Comitê de Termo de Compromisso, em reunião realizada em 24.03.15, consoante faculta o §4º do art. 8º da Deliberação CVM n.º 390/01, decidiu negociar as condições da proposta de Termo de Compromisso apresentada, conforme abaixo (fls.36 a 38):

“[....]”

Inicialmente, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, concluiu pela existência de óbice pelo não atendimento em totalidade aos requisitos legais do art. 11, § 5º da Lei n.º 6385/76. Para sanar tal ponto, a proposta deve contemplar, no mínimo, (i) a indenização integral dos prejuízos suportados pelos adquirentes das opções, caso possam ser identificados, ou, (ii) caso as negociações

<sup>5</sup> Baseou-se no precedente PAS CVM n.º SP 2013/260.

<sup>6</sup> Art. 11 § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

- I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tenham sido feitas em mercado, contra contraparte central, seja o valor correspondente ao lucro devido diretamente à CVM, como indenização ao dano difuso ao direito ao mercado eficiente.

Desta forma, diante das características que permeiam o caso concreto e considerando a natureza e a gravidade das irregularidades cometidas, o Comitê sugere o aprimoramento da proposta nos seguintes termos:

(i) para a infração ao art. 13 § 4º da Instrução CVM n.º 358/02, o valor correspondente ao **dobro do suposto lucro auferido pelo Clube de Investimentos TCA**<sup>7</sup> atualizado pelo **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA**, a partir de dezembro de 2014 até seu efetivo pagamento<sup>8</sup> e

(ii) para a infração ao disposto no art. 11 da mesma Instrução, o valor de **R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais)**.

O montante total será em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador [...]"

12. Conforme solicitação realizada junto ao Comitê de Termo de Compromisso, esse se reuniu com o proponente e com seu representante legal. (fls. 42 a 44)

13. Após agradecimentos iniciais e considerações gerais sobre o caso, Chaim Zaher alegou não ter havido dolo em sua conduta. Seu representante legal arguiu que a proposta original fora formulada em cima de precedentes. Argumentou compreender a manifestação exarada pela PFE-CVM, no sentido de que deve haver pagamento correspondente ao lucro obtido pelo proponente, em reparação ao dano difuso causado ao mercado de capitais. Todavia, considerou elevada a contraproposta do Comitê, de pagamento correspondente ao dobro do lucro das operações, dadas as características específicas do caso. Registrou ter sido informado por telefone sobre o novo patamar de três vezes o lucro obtido / prejuízo evitado para casos envolvendo acusações por *insider*, e que a contraproposta pelo dobro já conteria algum desconto, mas mantinha a percepção de que a dosimetria para o caso concreto permanecia elevada. A seu juízo, alguns fatores poderiam ensejar a celebração de acordo por valor inferior ao contraproposto pelo Comitê: (i) a apresentação espontânea do administrado junto à autarquia, (ii) os antecedentes do proponente e (iii) a inexistência de precedentes – até o

---

<sup>7</sup> Segundo apuração da área técnica, o suposto lucro auferido pelo Clube de Investimento foi de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais).

<sup>8</sup> Conforme recente orientação do Colegiado da CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

momento – de acordos celebrados pelo triplo do lucro obtido em acusações por *insider*. Por fim, apresentou uma nova proposta no valor de R\$ 750.000,00 (setecentos e cinquenta mil reais) para essa acusação, correspondente a 1,25 vez o valor dos ganhos obtidos pelo Clube de Investimento. O proponente ressaltou ainda que, à época dos fatos, não comparecia às reuniões do Conselho de Administração da Estácio Participações S.A.

14. O Comitê, por sua vez, após breve explanação sobre os limites de sua competência, arguiu que as considerações mais específicas do processo, como a apresentação espontânea do administrado, o fato de não haver acusação formulada e o próprio histórico do proponente já teriam sido objeto de consideração, razão pela qual não fora formulada uma contraproposta pelo triplo do ganho obtido pelo Clube de Investimentos TCA. Concluiu o Comitê tratar-se de um ilícito potencial cuja natureza reduz consideravelmente a margem de negociação de seus valores.

15. Após alegações finais por parte de todos, foi fixado prazo de 10 dias para nova manifestação do proponente.

16. Tempestivamente, o proponente manifestou sua concordância com os termos apresentados pelo Comitê em sua contraproposta. (fls.45 a 49)

### FUNDAMENTOS DA DECISÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

17. O parágrafo 5º do artigo 11 da Lei n.º 6.385/76, estabelece que a CVM poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM n.º 390/01, alterada pela Deliberação CVM n.º 486/05, que dispõe em seu art. 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, após ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 9º.

19. Por sua vez, o art. 9º da Deliberação CVM n.º 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM n.º 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

20. No presente caso, verifica-se a adesão do proponente à contraproposta do Comitê de pagamento à autarquia do (i) valor correspondente ao dobro do suposto lucro auferido pelo Clube de Investimentos TCA, atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2014 até seu efetivo pagamento, para a infração ao art. 13 § 4º da Instrução CVM n.º 358/02, e (ii) do valor de R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais) para a infração ao disposto no art. 11 da mesma Instrução. Na visão do Comitê, tais quantias são tidas como suficientes para desestimular a prática de condutas assemelhadas, bem norteando a conduta dos participantes do mercado de valores mobiliários, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida.

21. Assim, entende o Comitê que a aceitação da proposta se revela conveniente e oportuna e sugere a fixação do prazo de 10 (dez) dias, contados da data de publicação do Termo no Diário Oficial da União, para o cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas, bem como a designação da Superintendência Administrativo-Financeira — SAD para o respectivo atesto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### CONCLUSÃO

22. Em face do exposto, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM a **aceitação** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **Chaim Zaher**.

Rio de Janeiro, 12 de maio de 2015.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
SUPERINTENDENTE GERAL

CARLOS GUILHERME DE PAULA AGUIAR  
SUPERINTENDENTE DE PROCESSOS SANCIONADORES

MARIO LUIZ LEMOS  
SUPERINTENDENTE DE FISCALIZAÇÃO EXTERNA

JOSÉ CARLOS BEZERRA DA SILVA  
SUPERINTENDENTE DE NORMAS CONTÁBEIS E DE  
AUDITORIA

WALDIR DE JESUS NOBRE  
SUPERINTENDENTE DE RELAÇÕES COM O MERCADO E  
INTERMEDIÁRIOS