



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR PAS CVM nº19957.007375/2022-43

Data do julgamento: 26/03/2024

Relator: Diretor Daniel Maeda

Acusados:

Luiz Barsi Filho

Ementa: Apuração de insider trading, em infração ao §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002. Absolvição.

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 pela **absolvição** de **Luiz Barsi Filho** da acusação formulada.

Presente o advogado Daniel Ferreira representando Luiz Barsi Filho.

Presente o Procurador Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Otto Lobo, Daniel Maeda, Marina Copola e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 29/04/2024, às 12:42, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marina Copola, Diretor**, em 29/04/2024, às 12:53, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Diretor**, em 02/05/2024, às 23:17, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Diretor**, em 09/05/2024, às 13:11, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 11/06/2024, às 21:07, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2006628** e o código CRC **E7783CD6**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2006628** and the "Código CRC" **E7783CD6**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007375/2022-43

Reg. Col. nº 2743/22

Acusado: Luiz Barsi Filho

Assunto: Apuração de *insider trading*, em infração ao §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002

Relator: Diretor Daniel Maeda

Relatório

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) em face de Luiz Barsi Filho (“Luiz Barsi” ou “Acusado”), na qualidade de membro do Conselho de Administração da UNIPAR CARBOCLORO S.A. (“UNIPAR” ou “Companhia”), para apurar eventual infração ao §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976¹ c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 358/2022², então em vigor³, por uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (“Informação Privilegiada”), na aquisição de ações ordinárias (UNIP3) de emissão da Companhia, prática amplamente conhecida como *Insider Trading*.

2. O presente PAS originou-se a partir do Processo Administrativo (“PA”) CVM nº 19957.005151/2021-16, instaurado para apurar fatos identificados no exercício da atividade de análise realizada pela Gerência de Acompanhamento de Mercado-1 (“GMA-1”) e manifestado por meio do Parecer Técnico nº 37/2021-CVM/SMI/GMA-1⁴ (“Parecer Técnico”), que analisou oscilações atípicas nas negociações com o papel UNIP3 a partir de **27.05.2021**, data que antecede à divulgação de aviso de fato relevante (“Fato Relevante”) de **02.06.2021**⁵, referente a celebração com a Compass Minerals do Brasil (“Compass”) de um Acordo de

¹ Art. 155. (...) § 1º. *Cumpra, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*

² 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.*

³ A ICVM nº 358/2002 foi revogada e substituída pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 44/2021.

⁴ Doc. 1542256.

⁵ Doc. 1542257.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Confidencialidade e Outras Avenças com o intuito de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a Companhia (“NDA”).

II. APURAÇÃO DOS FATOS

3. A UNIPAR possui admitidas à negociação na B3 ações ordinárias (UNIP3) e ações preferenciais (UNIP5 e UNIP6). Ao analisar a evolução das cotações das ações da Companhia, a SMI/GMA-1 identificou um período de expressiva valorização, com início no pregão do dia 27.05.2021⁶. Ao investigar os motivos que deram origem a essas oscilações atípicas, foi apurado três datas relevantes em que a Companhia divulgou informações ao mercado.

4. A primeira, no dia 27.05.2021, após o encerramento do pregão, em que foi divulgada a ata da Reunião do Conselho de Administração da Companhia e Aviso aos Acionistas, informando a respeito da distribuição antecipada de dividendos referentes ao exercício social corrente, encerrando em 31.12.2021, no montante de R\$ 250.000.000,00, para os detentores das ações em 01.06.2021.

5. Em seguida, no dia 01.06.2021, em resposta ao Ofício de questionamento da B3 a respeito das oscilações atípicas nos pregões realizados no período de 18 a 31.05.2021, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado informando que *após inquirir os seus administradores e acionistas controladores, com o objetivo de averiguar se estes têm conhecimento de informações que deveriam ser divulgadas ao mercado (...) não tem conhecimento de nenhum fato ou ato relevante que possa ter justificado a oscilação de referidas ações nos pregões acima mencionados.*

6. No dia 02.06.2021, o jornal Valor Econômico veiculou uma notícia com o título *Unipar perto de comprar fábrica de cloro-soda da Compass Minerals por R\$ 300 milhões.* Posteriormente, ao final do pregão do mesmo dia, a Companhia publicou Fato Relevante informando a celebração do NDA com a Compass, com o intuito de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a Companhia.

7. Em decorrência das investigações, foi detectada a aquisição de 13.900 ações UNIP3, em 28.05.2021, no volume total de R\$1.124.745,00, por Luiz Barsi, membro do Conselho de Administração da Companhia.

8. Conforme Formulário de Referência divulgado pela Companhia⁷, Luiz Barsi foi eleito, em novembro de 2017, para o cargo de Vice-presidente do Conselho de Administração da Companhia, sendo reeleito em abril de 2018 e julho de 2020.

9. Com o objetivo de apurar os fatos, em Ofício nº 19/2022/CVM/SMI/GMA-1⁸, de

⁶ Parecer Técnico nº 37/2021-CVM/SMI/GMA-1 (Doc. 1542256).

⁷ Doc. 1549267 (documento de 16.06.2021).

⁸ Doc. 1542258.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

27.01.2022, a SMI/GMA-1 solicitou à UNIPAR que fornecesse:

- a) cronologia detalhada dos eventos que levaram à conclusão sobre o assunto do Fato Relevante de 02.06.2021;
- b) cópia das atas de eventuais Reuniões do Conselho de Administração, da Diretoria, Gerencias e/ou qualquer órgãos, setores ou equipes em que porventura tenha participado de discussões sobre quaisquer questões relacionadas, direta ou indiretamente, às informações divulgadas no referido Fato Relevante; e
- c) lista de empresas, assessores ou pessoas que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações relacionadas ao assunto antes de sua divulgação pública.

10. Em 24.02.2022⁹, a Companhia respondeu o referido ofício da SMI/GMA-1, informando que no segundo semestre de 2020 deu-se início a modulação da operação, momento em que houve efetivo engajamento entre as partes, resultando na celebração do NDA, assinado em 30.12.2020. A Companhia enviou, ainda, a lista de pessoas que participaram das tratativas do NDA, bem como as datas em que elas tiveram ciência do assunto¹⁰.

11. Com base nos dados enviados pela UNIPAR, foi identificado que Luiz Barsi teve acesso às informações relativas às negociações com a Compass no dia 11.11.2020, quando participou da 653ª Reunião do Conselho de Administração da Companhia, que contou com a presença de todos os seus membros, e na qual foi aprovada a contratação da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica à Companhia *visando as novas oportunidades de negócios*¹¹.

12. Em Ofícios datado de 27.01.2022¹² e 26.04.2022¹³, a SMI/GMA-1 solicitou ao Banco BTG Pactual S.A (“Banco BTG”), intermediário das operações investigadas, que fornecesse cópia das fichas cadastrais e gravações das ordens de negociações das ações de emissão da UNIPAR, emitidas nos dias 17, 28 e 31 de maio e 1 de junho de 2021. O Banco BTG respondeu os referidos ofícios¹⁴.

13. Para fins previstos no artigo 5º da Resolução CVM (“RCVM”) nº 45/2021¹⁵, já em vigor, a SMI/GMA-1, em 29.04.2022¹⁶, solicitou à Luiz Barsi, sua manifestação prévia sobre os fatos.

14. Em resposta¹⁷, Luiz Barsi argumentou, em síntese, que:

⁹ Doc. 1542259.

¹⁰ Doc. 1542260.

¹¹ Doc. 1542260.

¹² Ofício nº 18/2022/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. 1542261).

¹³ Ofício nº 37/2022/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. 1542263).

¹⁴ Doc. 1542262 e 1542264.

¹⁵ Art. 5º *Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados.*

¹⁶ Ofício nº 39/2022/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. 1542265).

¹⁷ Doc. 1542267.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- a) A UNIPAR tem como prática comunicar seus acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal o impedimento à negociação com valores mobiliários de emissão da Companhia, respeitando o período de 15 dias que antecede a data de divulgação de informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais, nos termos do art. 14 da RCVN nº 44/2021¹⁸;
- b) a negociação realizada no dia 28.05.2021 respeitou o período de 15 dias após a divulgação das informações contábeis do primeiro trimestre de 2021 da Companhia, que se deu entre 28.04.2021 e 13.05.2021 e que, portanto, ficou resguardada qualquer possibilidade de uso de informações privilegiadas para benefício próprio;
- c) as aquisições de 13.900 UNIP3 foram precedidas do Aviso aos Acionistas do dia 27.05.2021, que tornava pública a deliberação da distribuição antecipada de dividendos, fato que motivou os negócios realizados no dia 28.05.2021, tendo em vista que este é um dos seus principais direcionamentos estratégicos;
- d) a quantidade negociada representa um número considerado irrelevante frente a quantidade e o volume de negócios totais registrados no dia 28.05.2021, e imaterial frente ao saldo de ações ordinárias da Companhia detidas nesta data pelos membros do Conselho de Administração, de 4.604.190 UNIP3; e
- e) não realizou nenhuma venda em qualquer data posterior, o que invalida qualquer suspeita de uso de informação privilegiada, tendo em vista que sem a contrapartida venda, não é possível auferir vantagem financeira efetiva.

15. Em acréscimo, o Acusado encaminhou: (i) Aviso aos Acionistas que comunicou a distribuição antecipada de dividendos¹⁹, bem como a Ata da Reunião do Conselho de Administração que apreciou o tema²⁰; (ii) Comunicado ao Mercado informando a resposta enviada para a B3 em razão das oscilações atípicas²¹; (iii) seus dados cadastrais²²; (iv) extrato de negócios com UNIP desde 2015²³; e (v) Formulário de Referência da Companhia²⁴.

III. ACUSAÇÃO

16. Com base no apurado no âmbito do PA de origem, a SMI formulou termo de acusação em 25.07.2022²⁵ (“Termo de Acusação” ou “TA”), imputando ao Acusado responsabilidade

¹⁸ Art. 14. *No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 16 e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia.*

¹⁹ Doc. 1542283.

²⁰ Doc. 1542286.

²¹ Doc. 1542288.

²² Doc. 1549164.

²³ Doc. 1549172.

²⁴ Doc. 1549267 e 1549277.

²⁵ Doc. 1550273.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

por descumprimento ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976²⁶, pela utilização indevida de Informação Privilegiada na aquisição de ação da Companhia em data anterior à divulgação do Fato Relevante de 02.06.2021.

17. Com base na Acusação, Luiz Barsi, membro do Conselho de Administração da UNIPAR, comprou 13.900 ações UNIP3, no pregão de 28.05.2021, totalizando o volume de R\$1.124.745,00, conforme tabela extraída do item 5 do Termo de Acusação.

DATA	INVESTIDOR	DESCRIÇÃO	QTD.COMPRAS	QTD.VENDA	VOL.COMPRAS	VOL.VENDA
28/05/2021	LUIZ BARSILHO	UNIPACN OR	13.900	-	1.124.745,00	-

18. Segundo a SMI, as informações fornecidas pela UNIPAR comprovam que o Acusado acompanhou as tratativas e tinha conhecimento de informações relativas às negociações entre a Companhia e a Compass, antes da divulgação do Fato Relevante do dia 02.06.2021, quando realizou a compra do ativo em 28.05.2021 e que, no momento da manifestação prévia, o Acusado não negou o fato.

19. A Acusação citou o PAS CVM nº 19957.002840/2015-21 como precedente, julgado em 04.06.2019, de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro, cujo voto foi acompanhado por unanimidade, o qual menciona que a caracterização de infração por *insider trading* se compõe por quatro requisitos: (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação ao mercado; (ii) o acesso privilegiado a tal informação; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários; e (iv) a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

20. A SMI demonstrou que o caso concreto se enquadra em todos os requisitos mencionados. Quanto à existência de uma informação relevante pendente de divulgação ao mercado, segundo a Acusação ficou demonstrado que, em 24.02.2022²⁷, a Companhia respondeu o ofício da SMI/GMA-1 e afirmou que o efetivo engajamento entre as partes se iniciou no segundo semestre de 2020 e que as negociações resultaram a celebração do NDA, objeto do Fato Relevante de 02.06.2021.

21. No que tange ao requisito de *acesso privilegiado a tal informação*, a SMI mencionou que Luiz Barsi teve acesso à informação em 11.11.2020, pois estava presente na Reunião do Conselho de Administração da Companhia²⁸ que deliberou a contratação da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica à Companhia e que,

²⁶ Art. 155. (...) § 1º. *Cumprido, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*

²⁷ Doc. 1542259.

²⁸ Doc. 1542260.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

conforme demonstrado na cronologia dos fatos enviada pela Companhia²⁹, esta foi responsável por assessorar a UNIPAR nas tratativas com a Compass posteriormente.

22. Referente aos dois últimos requisitos, com o objetivo de trazer elementos para fundamentar a utilização das informações privilegiadas *na negociação das ações de emissão da Companhia e com a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros*, a Acusação destacou que:

- a) os negócios foram realizados no início de um período de alta significativa no preço do ativo, o que demonstrou vantagem econômica e posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado;
- b) a última operação realizada pelo Acusado foi em 01.06.2020, no volume de R\$21.280,00, praticamente um ano antes da operação objeto;
- c) considerando o histórico de negociação do Acusado, o volume médio diário de negociação de ação da Companhia foi de R\$134,7 mil. No entanto, no dia 28.05.2021, o volume diário foi de R\$1.124.745,00, o que demonstra volume superior à média; e
- d) de janeiro de 2015 até o dia dos fatos, o Acusado comprou ações de emissão da Companhia em 376 dias, sendo que o volume negociado em 28.05.2021 representa o 11º maior volume diário negociado até então, sendo que, a última negociação com volume diário maior que esse havia sido em janeiro de 2020.

23. A SMI aduziu, ainda, que não deveria prosperar a alegação do Acusado, em sua manifestação prévia, de que a aquisição das ações foi motivada pela deliberação da distribuição antecipada de dividendos, tendo em vista que tal evento é fruto do resultado pretérito obtido pela Companhia em suas atividades e que, em regra, não possui o condão de impactar as cotações dos ativos.

24. No entanto, a SMI contrapõe que a informação capaz de impactar o fluxo de caixa futuro da Companhia é a publicada no Fato Relevante do dia 02.06.2021, a qual o Acusado tinha conhecimento prévio, pois demonstra um potencial aumento das atividades operacionais da Companhia, o que resulta numa melhora nos resultados futuros e, conseqüentemente, na distribuição de dividendos. Assim, do ponto de vista do investidor de longo prazo que procura retorno por meio de dividendos, a operação com a Compass consiste em informação muito mais relevante para a tomada de decisão.

25. Quanto à alegação do Acusado de que o fato de não ter realizado vendas invalidaria qualquer suspeita de uso de informação privilegiada, a SMI contestou alegando que a configuração de ilícito não requer a alienação da posição adquirida com a realização efetiva do lucro, conforme precedente do voto do então Diretor Relator Henrique Machado, proferido em

²⁹ Doc. 1542260.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

13.06.2017 no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/10299³⁰.

26. Isto posto, a Acusação conclui que, embora não tenha havido a alienação da posição adquirida, restou evidente a vantagem auferida pelo Acusado em decorrência da aquisição das ações de emissão da UNIPAR, em razão do uso de informação privilegiada que ele detinha e ainda não era de conhecimento público. Nesse sentido, caso o Acusado tivesse adquirido as ações pelo preço de fechamento do ativo no pregão seguinte à divulgação do Fato Relevante, o valor dispendido seria de R\$1.372.625,00, a demonstrar uma vantagem financeira obtida de R\$247.880,00.

IV. MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

27. A Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) se manifestou referente ao Termo de Acusação³¹, pugnando pelo atendimento ao disposto no art. 6º³², bem como o *caput* do art 5º³³, da RCVM 45/21, à exceção do inciso V do art 6º³⁴. À vista disso, alegou que seria mais adequado, além da imputação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976³⁵, incluir o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/02³⁶, vigente à época e responsável também por regulamentar o uso indevido de informação privilegiada. No mais, a PFE também recomendou outras correções pontuais³⁷.

³⁰ 43. Cabe ainda registrar que a configuração do insider trading independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, pois a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, conforme entendimento consolidado desta CVM.

44. Assim, embora os Acusados não tenham obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada na negociação das ações, vez que as ações da Unicasa não se valorizaram após a divulgação do Fato Relevante, isso não altera a reprobabilidade de suas condutas, pois a norma de combate ao uso de informação privilegiada tem por finalidade coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida.

³¹ Parecer n. 00132/2022/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU (Doc. 1619185).

³² Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deve lavrar termo de acusação contendo: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; 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 – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º; V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso.

³³ Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados.

³⁴ Art. 6º (...) V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos;

³⁵ Art. 155. (...) § 1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

³⁶ 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.

³⁷ (...) ao tratar do acesso privilegiado à informação, assinalou-se que a Companhia havia afirmado que Luis Barsi teve acesso à informação em 11.11.2021, quando a data correta mencionada pela UNIPAR foi 11.11.2020, razão pela qual sugiro a alteração. Finalmente, deve ser realizada uma pequena retificação na numeração dos parágrafos do termo acusatório. Isso porque após o parágrafo 21, houve um pequeno equívoco e o parágrafo seguinte ganhou o número 16 e assim continuou-se a contagem, sendo interessante a respectiva correção. (Doc. 1619185).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Os ajustes foram devidamente atendidos pela GMA-1³⁸.

28. Ademais, à luz do disposto no art. 13 da RCVM 45/21³⁹, foi feita comunicação ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, por meio do Ofício nº 310/2022/CVM/SGE, de 30.09.2022, diante de indícios da ocorrência da conduta do tipo penal conhecido como prática de *insider trading*, quando há utilização de informação relevante conhecida, ainda não divulgada ao mercado, visando uma vantagem indevida, conforme previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976⁴⁰.

V. RAZÕES DE DEFESA

29. Regularmente citado, Luiz Barsi, em 30.11.2022⁴¹, apresentou suas razões de defesa tempestivamente, alegando falta de elementos ou provas mínimas para a tipificação da conduta. Ressaltou, ainda, a importância de considerar a forma pela qual a Companhia realizou as divulgações de seus atos e fatos relevantes e, assim, compreender que a motivação do Acusado em adquirir, em 28.05.2021, as ações da UNIPAR, não está vinculada à operação com a Compass, tendo em vista que tal discussão não havia sido tratada no âmbito do Conselho de Administração.

30. No que tange à distribuição antecipada de dividendos divulgada pela Companhia, no dia 27.05.2021, o Acusado relatou que:

- a) (...) a UNIPAR, mediante decisão do seu Conselho de Administração, declarou o pagamento de dividendos em 27/05/2021, cujo montante – R\$ 250.000.000,00 – era o maior pagamento de dividendos da Companhia desde 2018;
- b) O fluxo regular de mercado para que as ações fiquem ex-dividendos são de 03 (três) dias úteis após a divulgação, ou seja, declarados no dia 27/05/2021 – quinta-feira, as ações da Companhia passariam a ser negociadas **sem o direito aos dividendos declarados** a partir de 02/06/2021 – terça-feira (...);
- c) o Ofício B3 trouxe evidência clara que o dia seguinte (28/05/2021) da divulgação, pela Companhia, dos dividendos, teve um crescimento volumétrico significativo, se comparado aos dias anteriores, senão vejamos abaixo:

³⁸ Doc. 1619399 e Doc. 1619402.

³⁹ Art. 13. Compete à Superintendência Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública (...)

⁴⁰ Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários (...) § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

⁴¹ Doc. 1659798.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ações ON									
Preços (R\$ por ação)									
Data	Abertura	Mínimo	Máximo	Médio	Último	Oscil. %	Nº neg.	Quantidade	Volume (R\$)
18/05/2021	75,99	75,37	77,21	76,65	77,18	1,59	556	80.500	6.170.520,00
19/05/2021	82,00	76,22	82,00	79,33	78,99	2,34	613	124.500	9.876.150,00
20/05/2021	78,99	78,21	79,97	78,86	78,97	-0,02	211	30.800	2.429.022,00
21/05/2021	78,47	76,65	79,40	78,36	78,50	-0,59	379	89.700	7.028.864,00
24/05/2021	78,88	75,68	79,22	78,12	79,14	0,81	273	47.200	3.687.138,00
25/05/2021	79,17	76,81	80,99	78,20	77,96	-1,49	469	87.700	6.858.324,00
26/05/2021	78,00	76,07	78,00	77,22	77,47	-0,62	153	36.200	2.795.436,00
27/05/2021	77,01	76,80	79,29	77,89	79,29	2,34	298	97.700	7.610.270,00
28/05/2021	79,99	79,99	84,48	82,18	84,20	6,19	1.087	278.800	22.910.611,00
31/05/2021*	87,03	87,03	90,79	89,01	90,49	7,47	549	97.800	8.705.746,00

(...) é notório que o dia 28/05/2021 foi 03 (três) vezes maior em volume de negociação do que os demais dias apontados no Ofício B3, fruto da notícia de pagamento de dividendos ocorrida na véspera e que norteou LBF na aquisição das suas 13.900 ações UNIP3. Aliás, esse montante representa apenas 5% das ações negociadas naquele dia, ou seja, outros 95% foram negociados por terceiros, acionistas ou não da Companhia.

31. Luiz Barsi frisou, ainda, que a distribuição de dividendos é um dos seus principais direcionamentos estratégicos adotado na composição de seu portfólio de ações nos últimos 50 anos e que a *divulgação de distribuição antecipada, em montante mais alto do que o usual, estaria dentro dessa estratégia reconhecida pelo mercado e justificaria a conduta adotada, de aquisição de UNIP3 fora dos seus padrões usuais de negociação desse ativo.*

32. Adicionalmente, o Acusado pontuou que, ao responder o Ofício de questionamento da B3 referente a oscilação atípica, divulgado por meio do Comunicado ao Mercado do dia 01.06.2021⁴², a Companhia procedeu de forma diversa ao dizer que *após inquirir os seus administradores (...) informa que não tem conhecimento de nenhum fato ou ato relevante que possa ter justificado a oscilação de referidas ações nos pregões acima mencionados, tendo em vista que deixaram de mencionar a aprovação do pagamento de R\$ 250 milhões a título de dividendos, informação que afetaria a negociação dos ativos de sua emissão.*

33. Para corroborar suas alegações, a defesa apresentou opinião legal de especialista (“Opinião Legal”), que reforçou que o Diretor de Relações com Investidores da UNIPAR (“DRI”), primeiro responsável pela análise dos fatos para fins de divulgação ao mercado, entendeu não haver qualquer informação capaz de influenciar nas cotações dos ativos emitidos pela Unipar e, embora essa análise não seja definitiva, ela é um forte indício de que, no âmbito da Companhia, não havia o entendimento de que as oscilações se davam, efetivamente, pela negociação com a Compass e, assim, não podendo atribuir o ônus do *insider trading* ao Acusado.

34. Segundo a defesa, o Termo de Acusação partiu da premissa que o Acusado negociou 13.900 ações da UNIP3 se valendo de informações confidenciais relacionadas a possível

⁴² Doc. 1659801.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

aquisição de sociedade avaliada pela Companhia, conforme notícia veiculada no jornal Valor Econômico de 02.06.2021, em que mencionava a fase final de negociação da aquisição de uma fábrica de cloro-soda de propriedade da Compass, situada no Estado de Pernambuco, pelo valor de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

35. No entanto, o Acusado refutou tal acusação, alegando que todos os documentos disponibilizados para o Conselho de Administração, incluindo o conteúdo do Fato Relevante, não abordavam o objeto da matéria publicada no Valor Econômico, tendo em vista que, até aquele momento, a Companhia não havia realizado nenhum movimento concreto que endereçasse a aquisição da Compass, com exceção da contratação de assessoramento.

36. A Opinião Legal pontuou que as informações a respeito das referidas tratativas eram de domínio da Companhia desde novembro de 2020 e que, em decorrência do tempo, a probabilidade do êxito se torna menor e, conseqüentemente, diminui sua relevância para o mercado. Alegou, ainda, que a divulgação do Fato Relevante se deu em razão da notícia publicada no Valor Econômico, não significando que o fato era relevante na época da negociação, tendo em vista que este buscou esclarecer o estágio da tratativa, o qual tinha sido erroneamente divulgado pela imprensa, o que, portanto, poderia causar impacto na cotação do ativo da Companhia em razão da correção de falsa expectativa.

37. Referente à falta de provas, o Acusado alegou que *fica igualmente claro que falta à SMI a base de prova mínima – que não se confunde com a presunção de ganho financeiro – para dar seqüência à Acusação, dado que a negociação com informação privilegiada deve analisar quatro elementos, quais sejam, (i) a existência de informação privilegiada; (ii) que o insider tenha tido acesso a essa informação; (iii) que essa informação tenha sido utilizada na negociação de valores mobiliários; e (iv) que haja a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros*, e citou como precedente o mesmo PAS também mencionado pela SMI no Termo de Acusação.

38. Nesse sentido, a Opinião Legal discorreu a respeito dos tipos de *standards* de prova⁴³ e, para o caso concreto, entendeu que seria exigido o *standard* de alta probabilidade, isto é (...) *a alta probabilidade da hipótese fática do autor, e pelo qual basta ao réu impedir que seja obtido esse grau de confirmação, ou indicar a probabilidade de hipótese fática alternativa* e que, no âmbito deste PAS, não foi atingido. Portanto, segundo a defesa, não foi possível alcançar o grau de confiança necessário de que as oscilações no preço dos títulos emitidos pela UNIPAR decorreriam de rumores quanto às tratativas com a Compass.

39. Dessa forma, ante o exposto, a defesa alegou que inexistiu informação privilegiada e infração de *insider trading*, pois a distribuição de dividendos foi o único motivo pelo qual os negócios do dia 28.05.2021 foram realizados.

⁴³ Em resumo, nos termos da Opinião Legal *O termo standard de prova deve ser entendido como o grau de certeza necessário para que se considere provada uma hipótese fática, com base nos elementos de prova constituídos nos autos. Trata-se de um patamar mínimo para que seja considerada provada a hipótese fática, num determinado contexto (...)*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

40. Luiz Barsi, por fim, pugnou por sua integral absolvição apresentada pela SMI, na medida em que não se comprovam os elementos do alegado tipo ilícito, e protestou pela produção de novas provas que se fizerem necessárias. Entretanto, em que pese referido protesto genérico, não chegou a efetivamente apresentar qualquer pedido de produção de prova no âmbito deste PAS.

VI. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

41. Em reunião do Colegiado realizada em 13.12.2022, o processo foi originalmente distribuído ao Diretor Alexandre Rangel⁴⁴, a quem substituí no Colegiado. Ao final de seu mandato, o processo foi provisoriamente redistribuído, até que, em 09.01.2024, fui designado relator⁴⁵.

42. Em 04.03.2024, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM, em cumprimento ao disposto no art. 49 da RCVM nº 45/2021⁴⁶.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2024

Daniel Maeda
Diretor Relator

⁴⁴ Doc. 1666415.

⁴⁵ Doc. 1956536.

⁴⁶ Art. 49. *Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007375/2022-43

Reg. Col. nº 2743/22

Acusado: Luiz Barsi Filho

Assunto: Apuração de *insider trading*, em infração ao §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002

Relator: Diretor Daniel Maeda

Voto

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS instaurado pela SMI em face de Luiz Barsi Filho, Vice-presidente do Conselho de Administração da UNIPAR, que tem por objeto a apuração de descumprimento do disposto no §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976¹ c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002² (“ICVM nº 358/02”), então em vigor³, por alegado uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, na aquisição de ações ordinárias de emissão da Companhia (UNIP3), infração conhecida como *insider trading*.

2. Como detalhado no Relatório, Luiz Barsi adquiriu, no dia **28.05.2021** (sexta-feira), 13.900 ações UNIP3, totalizando um volume de R\$1.124.745,00. A compra das ações se deu anteriormente à divulgação, em **02.06.2021** (quarta-feira), de Fato Relevante informando a celebração de um NDA com a Compass, com o intuito de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a UNIPAR (“Operação”).

3. Segundo respostas apresentadas pela UNIPAR⁴, o efetivo engajamento entre as companhias teve início no segundo semestre de 2020 e as negociações resultaram na celebração do NDA, objeto do Fato Relevante de 02.06.2021. Ademais, conforme cronologia dos eventos enviada pela Companhia, foi possível identificar que Luiz Barsi participou, no dia 11.11.2020, da reunião do Conselho de Administração da Companhia que deliberou e aprovou a contratação

¹ Art. 155. (...) § 1º. *Cumprido, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*

² 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.*

³ A Instrução CVM nº 358/2002 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44/2021.

⁴ Doc. 1542259.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica à Companhia visando as novas oportunidades de negócios⁵.

4. Nesse sentido, segundo o Termo de Acusação⁶, Luiz Barsi teria tido conhecimento da Operação na referida reunião do dia **11.11.2020**, ao deliberar pela contratação da Essentia Partners que, posteriormente, foi responsável por assessorar a UNIPAR nas tratativas com a Compass.

5. Para a SMI, mesmo sem a alienação da posição adquirida, restou evidente a vantagem auferida pelo Acusado, pois, se tivesse adquirido as ações pelo preço de fechamento do ativo no pregão seguinte à divulgação do Fato Relevante, o valor dispendido seria superior, demonstrando uma vantagem financeira de R\$247.880,00. Assim, concluiu-se que o caso concreto possui todos os requisitos que compõem a infração por *insider trading*.

6. Nas razões de defesa⁷, o Acusado alegou ausência de elementos e provas mínimas que comprovassem a tipificação da conduta. Pontuou que a Acusação partiu da premissa que houve o uso de informações confidenciais relacionadas a possível aquisição de sociedade avaliada pela Companhia, conforme notícia veiculada no jornal *Valor Econômico* de 02.06.2021, em que mencionava a fase final de negociação da aquisição de uma fábrica de propriedade da Compass. Contudo, informou que os documentos disponibilizados para os membros do Conselho de Administração, não abordavam o objeto da matéria do jornal, tendo em vista que, até aquele momento, a Companhia não havia realizado movimento concreto que evidenciasse a aquisição.

7. Ademais, a defesa aduziu que o Fato Relevante do dia 02.06.2021 foi motivado pela notícia publicada no jornal, com o objetivo de esclarecer o estágio da tratativa, o qual tinha sido erroneamente divulgado pela imprensa. Por fim, afirmou que não houve o uso de Informação Privilegiada, tendo em vista que a distribuição de dividendos, divulgada pela Companhia no dia 27.05.2021, foi o motivo pelo qual os negócios do dia 28.05.2021 foram realizados.

II. PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVAS

8. Luiz Barsi apresentou, genericamente, requerimento pela produção de novas provas que se fizessem necessárias. Entretanto, conforme consolidado na jurisprudência desta CVM⁸, os pedidos genéricos de produção de prova podem ser prontamente indeferidos sem configurar

⁵ Doc. 1542260.

⁶ Doc. 1550273.

⁷ Doc. 1659798 e 1659800.

⁸ Por exemplo: PAS CVM nº 19957.004318/2021-21, voto do Presidente João Pedro Nascimento, j. em 06.12.2023; PAS CVM Nº RJ2020/2422, voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. em 31.01.2023; PAS CVM nº RJ2017/5122, voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 07.07.2020; PAS CVM nº RJ2015/1591, voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 16.09.2017; PAS CVM nº 2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu Fernandes, despacho proferido em 13.09.2016; PAS CVM nº 02/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, despacho proferido em 27.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/13977, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, despacho proferido em 28.02.2018; PAS CVM nº 13/2013, Diretor Relator Gustavo Tavares Borba, despacho proferido em 21.08.2018; PAS CVM nº 14/2010, Diretor Relator Henrique Machado Moreira, despacho proferido em 15.01.2019; e PAS CVM nº 17/2013, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, despacho proferido em 18.06.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

cerceamento de defesa, uma vez que caberia ao acusado indicar, de forma específica e fundamentada, as provas que pretendia produzir já em sua defesa. Sem prejuízo, facultou-se ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa, conforme art. 42 da Resolução CVM nº 45/2021⁹.

9. Entendo que foram reunidos elementos probatórios suficientes para embasar uma decisão. Assim, voto pelo indeferimento do pedido de produção de provas, dado seu caráter genérico, conforme art. 43 da Resolução CVM nº 45/2021¹⁰.

III. MÉRITO

10. A conduta ilícita pela qual o Acusado está sendo julgado é denominada *insider trading* e é vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13 da ICVM nº 358/02, transcritos abaixo para facilitar a análise.

11. Vale ressaltar que a ICVM nº 358/02 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (RCVM nº 44/21). Contudo, como os fatos ocorreram previamente a nova regulamentação, o regramento adequado para este julgamento é o disposto na ICVM nº 358/02.

Art. 155, §1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

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.

12. Esses dispositivos impõem aos *insiders* primários¹¹, na presença de informação relevante sobre os negócios ainda não divulgados ao mercado, a proibição de negociar com

⁹ Art. 42. A prova da alegação incumbe a quem a fizer, sendo, porém, facultado ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa.

¹⁰ Art. 43. Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido. (...)

¹¹ Nos termos do voto da Diretora Relatora Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro, no PAS CVM RJ 2015/9443, julgado em 04.06.2019: A primeira categoria [“insiders primários”] abrange aqueles que têm acesso direto à informação privilegiada (...) têm acesso à informação diretamente na fonte e têm o conhecimento necessário para avaliar a relevância da informação e os chamados “insiders secundários” não têm acesso direto à informação (nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada), a recebem por meio de um insider primário ou de outro secundário ou, ainda, por acesso dito fortuito (esses últimos são também chamados de “insiders acidentais”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

valores mobiliários de emissão da companhia, com o objetivo de preservar o princípio da igualdade de acesso à informação. Como visto, esse é o caso aqui tratado, dada a condição do Acusado de Vice-Presidente do Conselho de Administração da Companhia cujas ações foram negociadas na época dos fatos.

13. Conforme precedentes¹², para que uma dada conduta seja caracterizada como *insider trading*, é necessário a presença cumulativa dos seguintes elementos: **(i)** a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (informação privilegiada); **(ii)** o acesso à informação privilegiada; e **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

14. A análise dessa conduta é complexa, tendo em vista que, geralmente, não se tem provas conclusivas que evidenciem a presença de cada elemento de forma indubitável, atraindo à análise o sopesamento de provas de natureza indiciária que, se sólidas, convergentes e não contraditadas por contraindícios¹³, podem levar à condenação.

15. O primeiro elemento pode ser caracterizado pela presença de uma única informação ou um conjunto de evidências. Ainda no âmbito dos *insiders* primários, e nos termos do *caput* do artigo 13 da ICVM nº 358/02, como já bem explorado no Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no PAS CVM nº RJ2015/13561, julgado em 20/02/2018, os elementos restantes reportam a presunções, ainda que de natureza relativa: a (i) **presunção de acesso**¹⁴; e a (ii) **presunção de uso**¹⁵.

16. Isso posto, analiso abaixo os elementos do tipo no caso concreto:

A existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (informação privilegiada)

17. Com base em precedentes, entende-se como privilegiada a informação que seja **relevante** e **sigilosa**, isto é, aquela que tenha o potencial de afetar a cotação do ativo e a decisão

¹² PAS CVM nº 17/2002, julgado em 25.10.2005, pelo Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro; PAS CVM nº 04/2004, julgado em 28.06.2006, pelo Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade; PAS CVM nº RJ2015/2666, julgado em 13.09.2016, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº RJ2011/3823, julgado em 09.12.2015, pelo Diretor Relator Pablo Renteria; PAS CVM nº RJ2014/3401, julgado em 05.12.2017, pelo Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira; PAS CVM nº RJ2015/13561, julgado em 20.02.2018, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez; e PAS CVM nº RJ2015/9443, julgado em 04.06.2019, pela Diretora Flavia Perlingeiro.

¹³ Nesse sentido, ver, por exemplo, o (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, julgado em 10.03.2015, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, julgado em 13.09.2016, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, julgado em 04.07.2017, pelo Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira; (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez; (v) PAS CVM nº RJ2016/2348, julgado em 08.10.2018, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, bem como o recente voto do Diretor Relator Otto Lobo, decisão unânime do Colegiado no PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, julgado em 26.09.2023, que descreve a importância da *análise conjuntural de todos os indícios e contraindícios pertinentes* quando há a avaliação de possível uso de informação privilegiada em uma operação.

¹⁴ *Quando têm acesso a informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado.*

¹⁵ *Quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa com o intuito de obter vantagem.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dos investidores em negociar e, adicionalmente, que não esteja disponível ao público¹⁶.

18. Nos termos apresentados pela Acusação, a informação privilegiada objeto desse PAS se trata da operação societária que estava sendo negociada entre a UNIPAR e a Compass, cujo *status* se tornou público após a publicação feita pela Companhia no dia 02.06.2021, por meio de aviso de fato relevante.

19. Disse o Fato Relevante:

A UNIPAR CARBOCLORO S.A. (B3: UNIP3, UNIP5 e UNIP6) (Fitch Ratings: AA(bra)) (“Companhia”), em cumprimento ao disposto no parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada, na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme alterada, vem informar os seus acionistas e o mercado em geral que, em razão da notícia veiculada, nesta data, no jornal ‘Valor Econômico’ com o título ‘Unipar perto de comprar fábrica de cloro-soda da Compass Minerals por R\$ 300 milhões’, a Companhia esclarece que está constantemente avaliando oportunidades e alternativas para investimento ou aquisição de participações societárias que sejam consistentes com objetivos da Companhia e, nesse sentido, celebrou com a Compass Minerals do Brasil Ltda. (“Compass”) um Acordo de Confidencialidade e Outras Avenças (“NDA”) com intuito de analisar informações para uma possível operação entre Compass e a Companhia.

Por fim, a Companhia reitera que (i) conforme suas políticas e controles internos, continuará acompanhando a cotação dos valores mobiliários de sua emissão com vistas a identificar quaisquer comportamentos anormais e (ii) seu compromisso de, nos termos da lei e da regulamentação aplicável, manter seus acionistas e o mercado em geral informados sobre qualquer ato ou fato relevante relacionado a seus negócios.

20. Conforme pode se verificar nos autos deste PAS, e no próprio conteúdo do Fato Relevante, a aquisição da Compass ainda estava em fase de negociação. Claro que tal alegação, isoladamente, não é suficiente para descaracterizar a existência de uma informação relevante¹⁷.

21. De outro lado, se a notícia das tratativas iniciais já era de conhecimento do Acusado desde novembro de 2020, para justificar que ele tenha operado apenas em maio de 2021, é de se esperar que algum fato novo sobre a operação, digno de alterar a percepção de seu impacto sobre o valor da Companhia, sobreviesse desde então. Em outras palavras, é dizer que uma informação relevante sobre determinado emissor tem natureza perecível, não se imaginando que uma operação em análise pela companhia possa manter seu efeito de impacto potencial

¹⁶ Nas palavras da Diretora Relatora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/8010, julgado em 21/07/2015: *Quanto a isso, cabe lembrar que, conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado, para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público.*

¹⁷ Nos termos do voto da Diretora Flavia Martins Sant’Anna Perlingeiro, no PAS CVM RJ 2015/9443, julgado em 04.06.2019: *Conforme assentado em precedentes do Colegiado, tratativas ainda que em fase preliminar podem ser consideradas informação relevante*, não sendo necessário que haja um compromisso vinculante, tampouco que contratos sejam assinados. (* PAS CVM 22/99, j. 16.08.2001; PAS CVM nº RJ2006/5928, j. 17.04.2007; PAS CVM nº 02/2010, j. 09.07.2013; e PAS CVM nº RJ2013/10321, j. 18.03.2015)*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sobre as cotações pela eternidade. Até mesmo porque tais operações sempre cursam em direção a uma conclusão natural por sua realização ou não.

22. Assim, se de um lado é verdade que não é necessariamente um ato formal (como a assinatura do contrato da operação) ou vinculante (como a definição do preço do negócio) que determina a relevância de um determinado fato, de outro, também não é qualquer fato sobre a operação que assumirá tamanha feição. É necessário que o fato tenha força bastante para alterar a sobredita percepção de valor sobre a companhia, afetando em consequência a cotação de suas ações em mercado.

23. Nesse sentido, para contribuir com a análise desse elemento do tipo, destaco abaixo os fatos ocorridos na época em que a ação de emissão da Companhia começou a oscilar:

27.05.2021: Aviso aos Acionistas, publicado no final do pregão, informando a distribuição de dividendos, pagos aos detentores de posição no dia 01.06.2021.

28.05.2021: Ordem de compra realizada pelo Acusado (negociação objeto deste PAS).

01.06.2021: Comunicado ao Mercado esclarecendo o questionamento da B3 referente às movimentações atípicas.

02.06.2021: Notícia veiculada no jornal *Valor Econômico* com o título *Unipar perto de comprar fábrica de cloro-sodo da Compass Minerals por R\$ 300 milhões*.

02.06.2021: Fato Relevante, objeto deste PAS, divulgado no final do pregão.

24. Primeiramente, é importante pontuar que cumpre ao Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) a identificação de um fato relevante e sua divulgação imediata ao mercado. Nos termos do artigo 3º da ICVM nº 358/02¹⁸, o DRI deverá enviar à CVM e à entidade administradora de mercado em que os valores mobiliários de emissão da companhia estão 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*.

25. No presente caso, há duas comunicações do DRI que gostaria de destacar:

01.06.2021: publicação de Comunicado ao Mercado com o objetivo de apresentar esclarecimentos em relação às oscilações atípicas questionadas pela B3 em 31.05.2021. Nessa ocasião, foi informado que, após questionar seus

¹⁸ Art. 3º Cumpre 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administradores e acionistas controladores, a Companhia não tinha conhecimento de nenhum fato ou ato relevante que justificasse as oscilações apontadas pela B3.

02.06.2021: em razão da matéria publicada pelo jornal *Valor Econômico*, referente a possível operação de compra da Compass pela UNIPAR, a Companhia publicou Fato Relevante, esclarecendo o *status* das tratativas.

26. Como dito acima, o fato de a Companhia divulgar determinada informação por meio de fato relevante é um indício que merece atenção, mas que não necessariamente representa um evento definitivo ou que a informação é efetivamente relevante¹⁹. No caso apreciado, conforme exposto pela defesa do Acusado e com o que se concorda, é nítido que a publicação foi unicamente motivada pela matéria divulgada pela imprensa, com o intuito de esclarecer o real andamento da operação. Mais que isso, segundo o juízo da própria Companhia (nos termos do comunicado do dia anterior), essa operação não era considerada pela própria companhia como um fato relevante.

27. É evidente que os fatos apurados pelo DRI o fizeram concluir que a Operação, naquele momento, não representava um fato relevante²⁰. Assim, não é possível desconsiderar a avaliação feita pela própria Companhia, por meio de seu DRI, em relação à relevância da informação, ainda mais à luz de suas responsabilidades administrativas perante a CVM.

28. É possível cogitar a possibilidade de que a avaliação do DRI estivesse incorreta ou, até mesmo, prejudicada pela omissão de informação recebida²¹. Mas, como se percebe do contexto do caso, o Fato Relevante emitido em relação à indigitada notícia do *Valor Econômico* de 02.06.2021 corrobora pelo seu teor, mesmo após a notícia publicada, que na visão da Companhia a operação não detinha relevância para a publicação de aviso de fato relevante. Também é justo reconhecer, de outro lado, que nenhum outro fato relevante foi divulgado posteriormente pela Companhia sobre o assunto, a demonstrar que a companhia e seu DRI nunca chegaram a assumir para a Operação aquela força de impacto digna da publicação de um aviso de fato relevante. A Operação não ocorreu até a presente data.

29. Isto posto, é possível questionar: se o jornal *Valor Econômico* não tivesse divulgado tal matéria, a Companhia teria publicado o Fato Relevante informando o *status* da Operação? A

¹⁹ Faço referência, novamente, ao PAS CVM nº RJ2014/0577, julgado em 11/12/2017, pelo Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Ocasão em que é exposto o conceito de informação relevante, bem como sua e relação com o aviso de fato relevante.

²⁰ Quando estamos diante de uma operação ainda em fase de negociação, a decisão do DRI em divulgar tal informação ao mercado deve ser baseada pela ponderação de dois aspectos: (i) o potencial impacto da informação, tanto na cotação do ativo, como na decisão dos investidores em negociar; e (ii) a probabilidade de sua ocorrência - Conforme prevê os precedentes da CVM sobre o tema (PAS CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.01.2007, pelo Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa e PAS CVM Nº 19957.008986/2020- 47, julgado em 23.11.2021, pelo então Presidente Marcelo Barbosa),

²¹ ICVM nº 358/02 - Art. 3º (...) §1º *Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação. (...)*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Operação apresentava as condições (em particular, sua probabilidade de ocorrência, cf. PAS CVM Nº 19957.008986/2020-47, julgado em 23.11.2021) necessárias para ser divulgada ao mercado? Ora, as oscilações atípicas ocorridas no fim de maio foram mesmo provocadas pelo fato reputado aqui como relevante?

30. Especialmente ao analisar se determinada conduta configurou *insider trading*, os indícios e presunções devem ser analisados com muita cautela e prudência. Por essa razão, a seguir, busco responder as indagações formuladas acima.

31. No que tange ao tema “vazamento da informação”, a companhia perde o controle de uma informação *quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado*²². No caso em tela, não há dúvidas de que a informação sobre a possível aquisição da Compass pela UNIPAR saiu do controle da Companhia quando da publicação da notícia veiculada no jornal *Valor Econômico*.

32. Conforme disposto no §3º, do art. 3º da ICVM nº 358/02²³, a divulgação de ato ou fato relevante deverá preceder ou ser feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior (grifo). O objetivo desse dispositivo é assegurar a transparência da informação para os acionistas, devendo a companhia, por meio de fato relevante, comentar o assunto de forma clara e franca, esclarecendo sobre a veracidade da informação vazada.

33. No caso, é notório observar que a publicação do Fato Relevante do dia 02.06.2021 teve o objetivo de esclarecer sobre o andamento da Operação em razão da matéria veiculada no jornal *Valor Econômico* informando de forma ampla que *celebrou [...] NDA [...] com o objetivo de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a companhia*. Alertou, ainda, que *está permanentemente avaliando oportunidades e alternativas para investimento ou aquisição de participações societárias*, contexto no qual emergiu a dita Operação.

34. O aviso, então, é claro ao expor a visão da Companhia de que as tratativas se encontravam em estágio preliminar, tendo em vista que a Operação se inseria em um contexto mais geral e estratégico da Companhia de “avaliação de oportunidades e alternativas”, e que, portanto, não havia nada de especial ou destacado na Operação em específico que, ao fim e ao cabo, justificasse a divulgação de um aviso de fato relevante.

²² Conforme mencionado no voto do então Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no PAS CVM nº RJ2006/5928, julgado em 17.04.2007. Sobre esse tema, também faço referência ao PAS CVM Nº 19957.008986/2020- 47, julgado em 23.11.2021, pelo então Presidente Marcelo Barbosa

²³ §3º *Cumpra ao Diretor de Relações com Investidores fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante na forma prevista no caput e no §4º preceda ou seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

35. Em resposta a Ofício da SMI²⁴, a Companhia juntou aos autos tabela contendo a cronologia dos eventos relacionados à Operação até o momento da publicação do Fato Relevante, indicando as respectivas datas e pessoas envolvidas. Diante da análise desse material, foi possível observar os seguintes indícios:

- O NDA foi assinado no dia 30.12.2020;
- O Memorando de Entendimento (MoU) ainda estava sendo elaborado e discutido entre as partes - a primeira minuta foi elaborada por escritório de advocacia contratado e circulada no dia 11.05.2021;
- O valor da operação de aquisição ainda estava instável - vinha subindo, o primeiro valor da operação foi cogitado no dia 24.02.2021, a R\$ 350 milhões e, no dia 10.05.2021, estava em R\$ 410 milhões;
- A primeira reunião de *Due Diligence* aconteceu no dia 02.03.2021; e
- As discussões no âmbito das diligências mais importantes ainda estavam no início – a última reunião, antes do Fato Relevante, para tratar dos aspectos ambientais, havia ocorrido no dia 21.05.2021, referentes aos aspectos contábeis da Compass, no próprio dia 02.06.2021. Já em relação aos aspectos jurídicos, a primeira reunião de diligência ocorreu no dia 31.05.2021 (ou seja, já depois das operações do Acusado).

36. À luz dos indícios apurados, a meu ver, fica demonstrado que as análises ocorriam ainda em estágio bastante inconclusivo e perfunctório, e que a Companhia ainda avaliava os impactos da possível operação societária e, inclusive, elementos indispensáveis à formação de um juízo sobre o valor justo da Operação (como os jurídicos e os contábeis - e por consequência, os econômico-financeiros). Assim, a redação do Fato Relevante é coerente com o *status* apurado nos autos para a Operação, tendo em vista que, naquela ocasião, a assinatura do NDA ainda era a informação mais concreta que se tinha da Operação.

37. Mesmo com o estágio prematuro da Operação, os valores que estavam sendo cogitados para a aquisição também chamam a atenção. Conforme resultados divulgados pela Companhia²⁵, a receita líquida consolidada da UNIPAR no ano de 2021 foi de R\$ 6,3 bilhões. De outro lado, naquele momento o preço cogitado para a aquisição da Compass²⁶ era equivalente a apenas 6,5% do faturamento da Companhia de 2021. Ou seja, a baixa relevância proporcional da operação frente ao tamanho da companhia adquirente, em conjunto com os demais elementos aqui demonstrados, corrobora como mais um indício da tese de que a operação não deveria ser considerada relevante no contexto da companhia.

38. Referente às oscilações do ativo, importante destacar que, no final do pregão do dia 27.05.2021 (quinta-feira), a Companhia publicou Aviso aos Acionistas informando a

²⁴ Doc. 1542259 e 1542260.

²⁵ Divulgação de Resultados 4T21 (<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/3c0b3516-7dff-44a5-946f-20e7ec87dfa0/c10a8196-fe10-b5b4-a5de-8cce7544a8b8?origin=1>).

²⁶ R\$ 410 milhões, último valor citado nos autos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

distribuição de dividendos no valor de R\$ 250.000.000,00. Na época, foi o maior pagamento de dividendos anunciado pela companhia desde 2018.

39. Conforme publicações da Companhia à CVM²⁷, foi possível apurar que o último valor que superava o publicado no dia 27.05.2021, havia sido aquele divulgado em 24.07.2017, no montante de R\$ 362 milhões.

40. No presente caso, nos termos do Aviso aos Acionistas, os detentores das ações de emissão da Companhia com posição no dia 01.06.2021 fariam *jus* ao recebimento de dividendos. Conforme se pode notar na tabela e gráfico de cotação abaixo, as ações já vinham em uma crescente de valorização desde o momento da divulgação da distribuição de dividendos, feita pela Companhia no dia 27.05.2021.

41. A tabela disposta abaixo foi anexada no ofício que a B3 encaminhou à Companhia no dia 31.05.2021. Nela, é possível verificar o número de negócios e a quantidade de ações negociadas no período de 18.05.2021 a 31.05.2021.

42. O pregão de 28.05.2021 foi o dia em que o Acusado adquiriu 13.900 UNIP3, no volume de R\$1.124.745,00. Vejamos:

Ações ON									
Preços (R\$ por ação)									
Data	Abertura	Mínimo	Máximo	Médio	Último	Oscil. %	Nº neg.	Quantidade	Volume (R\$)
18/05/2021	75,99	75,37	77,21	76,65	77,18	1,59	556	80.500	6.170.520,00
19/05/2021	82,00	76,22	82,00	79,33	78,99	2,34	613	124.500	9.876.150,00
20/05/2021	78,99	78,21	79,97	78,86	78,97	-0,02	211	30.800	2.429.022,00
21/05/2021	78,47	76,65	79,40	78,36	78,50	-0,59	379	89.700	7.028.864,00
24/05/2021	78,88	75,68	79,22	78,12	79,14	0,81	273	47.200	3.687.138,00
25/05/2021	79,17	76,81	80,99	78,20	77,96	-1,49	469	87.700	6.858.324,00
26/05/2021	78,00	76,07	78,00	77,22	77,47	-0,62	153	36.200	2.795.436,00
27/05/2021	77,01	76,80	79,29	77,89	79,29	2,34	298	97.700	7.610.270,00
28/05/2021	79,99	79,99	84,48	82,18	84,20	6,19	1.087	278.800	22.910.611,00
31/05/2021*	87,03	87,03	90,79	89,01	90,49	7,47	549	97.800	8.705.746,00

43. Tais dados demonstram que o Acusado não foi o único em negociar ações de emissão da Companhia no dia 28.05.2021. Na verdade, sua atuação sequer foi relevante para o processo de formação de preço do ativo no dia, pois representou cerca de 5% da totalidade das negociações do dia.

44. Nota-se que o ativo começou a subir no próprio dia da divulgação de Aviso aos Acionistas em que a Companhia anunciou a distribuição de dividendos (fechando o dia na máxima de R\$ 79,29 e com valorização de 2,34%), e assim prosseguiu no dia seguinte, 28.05.2021, data na qual a compra objeto deste Termo de Acusação foi feita.

²⁷ <https://ri.unipar.com/publicacoes-cvm/>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

45. Importante, nesse contexto, observar também o impacto provocado pela divulgação do aviso de fato relevante de 02.06.2021. Para isso, incluo abaixo o gráfico de cotação da UNIP3, extraído do Termo de Acusação:



46. O gráfico sinaliza, dentre outras datas, a do pregão de 02.06.2021, que foi o dia da veiculação da notícia no jornal *Valor Econômico*, cujo teor foi posteriormente objeto de esclarecimentos pela Companhia por meio de aviso de Fato Relevante. Podemos observar que, após sua divulgação, as cotações do ativo não sofreram grandes impactos.

47. Na verdade, o que fica evidente, conforme dados do gráfico e da tabela de cotação acima, é que houve um aumento das negociações do ativo a partir do pregão do dia 27.05.2021 (quinta-feira), até os primeiros pregões de junho de 2021, sem que o movimento do Acusado tenha contribuído de forma relevante para isso; e que apesar da notícia do Valor Econômico e do aviso de Fato Relevante no dia 02.06.2021 (quarta-feira), bem como nos pregões seguintes, as cotações estabilizaram e o valor da Companhia se manteve relativamente constante.

48. Assim, nenhuma dessas circunstâncias corrobora a tese da Acusação de que a operação envolvendo a Compass representava uma informação relevante naquele momento capaz de afetar as cotações da Unipar em mercado. Corrobora, a bem dizer, o argumento da própria Companhia e da defesa de que a informação não gozaria mesmo de tamanha condição.

49. Como se vê, diversos são os elementos que podem ser tomados como base para identificar se uma dada operação é relevante ou não. Essa avaliação é difícil e multifacetada, mas sua caracterização como relevante no âmbito da companhia, goza, sim, de certa presunção, ainda que de natureza relativa. Dentre as variáveis cogitáveis, podemos citar, como meros exemplos, (1) a probabilidade de que ocorra, (2) o porte e relevância proporcional dessa operação face aos negócios da adquirente, (3) o seu estágio de maturidade, dentre outros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

50. Aqui, o que as evidências indicam é que todos esses 3 elementos, no caso concreto, são frágeis, mesmo que se possa dizer que sua asseveração nunca seja trivial.

51. Por isso mesmo é importante reafirmar que nenhum desses elementos deve ser considerado como prova cabal de que a informação não deveria ser considerada relevante. O que se pretende defender aqui é apenas que a soma de todos esses indícios contrários à tese acusatória acaba por desautorizar o julgador à condenação, em particular à luz da presunção de inocência que deve operar em favor do acusado, uma vez que ficou caracterizada no caso uma hipótese alternativa plausível e verossímil a justificar a licitude das operações.

52. Isto posto, entendo que, no caso, a Companhia tinha razões bastantes para crer pela impertinência na divulgação de aviso de Fato Relevante, uma vez que o porte e a inconclusiva chance de a Operação ocorrer sugeriam que o tema não deveria ser considerado relevante. Ademais, fica claro que o objetivo da comunicação foi apenas o de esclarecer sobre o andamento da Operação após o vazamento dessa informação pela imprensa, inclusive com o nítido propósito de contraditar o teor da reportagem que, segundo visto, conferia à Operação uma falsa percepção de impacto sobre seu valor de mercado que poderia, ela e aí sim, distorcer as cotações da Companhia em mercado.

53. Assim, entendo que a informação objeto do caso não apresentava elementos suficientes para ser considerada relevante.

O acesso à informação privilegiada

54. No caso em tela, como demonstrado pela Acusação, o acesso à informação privilegiada se deu no dia 11.11.2020, quando Luiz Barsi participou da 653ª Reunião do Conselho de Administração da Companhia, momento em que foi deliberada a aprovação da contratação da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica e que, posteriormente, foi a responsável por assessorar a Companhia nas tratativas com a Compass.

55. Conforme mencionado acima, esse elemento se trata de uma **presunção de acesso**, isto é, quando o acusado tem acesso a alguma informação relevante da companhia, antes de sua divulgação ao mercado. Aqui, naturalmente, não é o caso de se valer do exercício dessa presunção pois é incontroverso que ele a obteve, ainda que indiretamente. Aliás, por meio dos mecanismos usuais de governança da própria companhia.

56. De toda forma, conforme a análise feita no item anterior, como ficou demonstrada a falta de elementos que caracterizassem a presença de uma informação privilegiada, a análise deste elemento restou prejudicada.

57. No entanto, há um elemento interessante a respeito do acesso do Acusado aos fatos dessa Operação que vale explorar melhor aqui.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

58. Alega a defesa que o Acusado não acompanhou os desdobramentos da Operação, tanto que não haveria nenhuma outra evidência formal, no âmbito da governança da Companhia, que demonstrasse novos contatos dele com notícias da negociação em curso.

59. É importante rechaçar essa tese de defesa, à qual a tese da presunção de acesso, aliás, serve muito bem. **A ausência de documentos formais que evidenciem o acesso dos administradores de uma companhia a uma dada informação relevante não desautoriza a presunção de que tiveram acesso a tal informação.** Afinal, é premissa da própria função de administrador de uma companhia, seu papel precípua e os deveres fiduciários que a ele são impostos que eles tenham acesso e avaliem e decidam sobre qualquer informação reputada como relevante à companhia.

60. Mas o fato de a Operação não ter transitado mais em nenhuma reunião do Conselho de Administração ou mesmo outro instrumento formal de governança da Companhia da qual o Acusado participe, não deixa de ser mais um indício de que, realmente, a Operação não chegou a ser considerada relevante por nenhum dos organismos da companhia em qualquer momento, a corroborar a tese de que ela nunca deveria ter sido objeto da divulgação de um aviso de fato relevante.

A efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

61. Referente ao último elemento do tipo, temos a **presunção de uso**, que é quando o acusado negocia na presença de informação relevante ainda sigilosa com o intuito de obter vantagem, mesmo que, na prática, tal vantagem possa até mesmo nem se concretizar²⁸.

62. Como mencionei na introdução a este Voto, em razão da complexidade e dificuldade de produção de provas, a ICVM nº 358/02 incorporou diversas presunções, com o objetivo de auxiliar na análise. Além disso, conforme precedentes do Colegiado da CVM²⁹, para verificar esse elemento, há a possibilidade da aplicação da presunção relativa de que aquele que possui uma informação privilegiada e opera valores mobiliários de emissão da companhia, por presunção se valeu de tal informação nas negociações e com o objetivo de ganhar com ela.

²⁸ Como mencionado no Voto do Presidente João Pedro Nascimento, no PAS nº 19957.005390/2017-90, de 23.05.2023, bem como em outros precedentes da CVM (exemplo: PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, julgado 15.06.2021; e PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, julgado em 21/03/2023), a comprovação e a instrução probatória devem ser proporcionalmente rigorosas à imputação que se pretende atribuir ao acusado. Sobre esse aspecto, o Presidente João Pedro Nascimento pondera em seu voto: *Cabe aqui um temperamento. De um lado, os julgadores devem ser cuidadosos para não reconhecerem a existência de provas meramente indiciárias; mas, de outro lado, as explicações genéricas sobre a motivação das operações não são suficientes para afastar a presunção de uso da informação privilegiada. Os fundamentos econômicos apresentados devem ser sólidos, detalhados, precisos e convincentes, a fim de que se possa cogitar a não ocorrência do ilícito.*

²⁹ Como por exemplo, cito o PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26/11/2017, pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez: 15. *Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do insider trading, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

63. Nesse aspecto, considerando que ficou afastada a existência de uma informação relevante no presente caso, naturalmente, não há que se falar no uso indevido, presumido ou comprovado, de uma informação se ela sequer assume os contornos de relevante.

64. Contudo, entendo ser pertinente aproveitar a oportunidade para afastar o argumento da defesa de que a única motivação para a negociação dos ativos de emissão da Companhia, no dia 28.06.2021, foi a distribuição de dividendos divulgado ao mercado por meio de Aviso aos Acionistas publicado no dia anterior, em linha com uma suposta estratégia já conhecida do Acusado. Afinal, esse tipo de argumento não me parece suficiente para justificar a aquisição das ações no caso, e assim, afastar a possibilidade de *insider trading*.

65. De um lado, parece apressado assumir que uma distribuição isolada de dividendos por uma companhia possa ser evidência suficiente para motivar alguém interessado nessa variável em aumentar sua exposição a uma dada companhia. Há diversas outras razões que podem levar a uma distribuição atípica de dividendos (algumas, inclusive, podem afetar negativamente a percepção de valor da companhia, como as situações em que a companhia tem dificuldades para reinvestir seus lucros, optando pela distribuição de dividendos para não reter caixa excessivo).

66. De outro lado, não parece crível que alguém na posição de membro do conselho de administração de uma companhia dependa da divulgação de um aviso de fato relevante específico para alterar seu juízo sobre as tendências de distribuição de rendimentos da companhia na perenidade.

67. Também vale refutar a tese da defesa de que o fato de não ter realizado vendas no período invalidaria qualquer suspeita de uso de informação privilegiada. Como bem apontado pela SMI no Termo de Acusação, **a configuração do ilícito não requer a alienação da posição adquirida com a realização efetiva do lucro. Na verdade, um lucro efetivamente apurado não é requisito para a caracterização do *insider trading***, como fundamenta, apenas a título de exemplo, o voto do então Diretor Relator Henrique Machado, proferido em 13.06.2017, no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/10299.

III. CONCLUSÃO

68. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Luiz Barsi Filho de todas as acusações a ele imputadas neste PAS.

É o voto.

Rio de Janeiro, 26 de março de 2024

Daniel Maeda
Diretor Relator