



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007727/2018-84

Reg. Col. nº 1440/19

Acusados: Grazziotin S.A.

Marcus Grazziotin

Assunto: Apurar responsabilidade por supostas aquisições indevidas, no âmbito das compras de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4 de emissão da Grazziotin S.A., realizadas no período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar eventuais responsabilidades de:

(i) **Grazziotin S.A.** (“Grazziotin” ou Companhia”), por infração ao art. 13, §4º, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 358/02¹ em razão da aquisição de 531.100 ações de sua própria emissão durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017 (“2º ITR/2017”); e

(ii) **Marcus Grazziotin** (em conjunto à Companhia, “Acusados”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente da Grazziotin S.A., por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, em razão da aquisição, em nome da Grazziotin, de 531.100 ações da Companhia durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017.

¹ A Instrução CVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

2. O presente processo originou-se do Processo Administrativo CVM nº 19957.004581/2018-15, conduzido pela Gerência de Acompanhamento de Empresas 4 (“GEA-4”) vinculada à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), por meio do qual foi proposta a instauração de peça acusatória, tendo por objeto a análise de eventuais irregularidades nas negociações de ações preferenciais e ordinárias de emissão da Grazziotin, realizados em nome da própria Companhia, dentro do período de vedação previsto no §4º do art. 13 da então vigente ICVM nº 358/02.

II. DOS FATOS

3. Em 24.04.2018, a Gerência de Acompanhamento de Empresas 2 (“GEA-2”), por meio do Ofício nº 131/2018/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício nº 131”)², solicitou esclarecimentos à Diretora de Relações com Investidor da Companhia, Sra. R.G. (“DRI”), sobre as negociações de 28.07.2017 identificadas pela base de dados da CVM de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Grazziotin.

4. Na ocasião, a Companhia operou em nome próprio, em 28.07.2017, apenas algumas horas antes de divulgar o 2º ITR/2017.

5. Tais negociações teriam resultado na compra de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4, totalizando a movimentação financeira de R\$ 11.773.993,00³.

6. Em resposta ao Ofício nº 131, a DRI declarou que a Companhia operava em cumprimento à meta prevista no plano de recompra de ações de sua emissão, aprovado em 14.06.2017 em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária (“Plano de Recompra de

² Doc. 0576479, p. 1.

³ Segundo o Termo de Acusação, as ações CGRA3 e CGRA4 teriam sido negociadas, respectivamente, aos preços de R\$ 21,95 (totalizando R\$ 4.146.355,00) e R\$ 22,29 (montante igual a R\$ 7.627.638,00).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Ações”), e em conformidade com o art. 13, §7º, da ICVM nº 568/2015⁴, então vigente⁵, e que o Plano de Recompra de Ações contemplava as condicionantes previstas nos arts. 15 e 15-A da referida Instrução.

7. Em tese, o Plano de Recompra de Ações foi aprovado e programado para ocorrer entre 01.07.2017 e 15.12.2017, de modo que a aquisição das ações, intermediada pela corretora O.G.F.C.V., culminaria no automático cancelamento delas por parte da Companhia.

8. A DRI da Companhia também respondeu ao questionamento da GEA-2 quanto ao atraso na divulgação do 2º ITR/2017, que incluía informações referentes às negociações questionadas, tendo alegado que “*os Formulários de Valores Mobiliários Negociados e Detidos do mês referente às negociações questionadas (07/2017), só foram apresentados após a liquidação das operações, fato ocorrido em 02/08/2017; quando do retorno realizado pela [O.G.F.C.V.] e pelo custodiante [B.I.S.A.]*”⁶.

9. A área técnica da CVM também solicitou o envio dos documentos referentes à composição da Diretoria da Companhia desde abril de 2017 e a qualificação e manifestação do diretor responsável pela execução dos negócios de compra das ações de própria emissão da Grazziotin a respeito dos fatos objeto da referida apuração, que foi indicado pela DRI com sendo o acusado Marcus Grazziotin, Diretor Vice-Presidente da Companhia.

10. Em resposta à solicitação, Marcus Grazziotin se manifestou no sentido de que **(i)** a ordem de compra estava em curso em razão do Programa de Recompra de Ações; **(ii)** houve significativa oferta de ações no mercado, dentro dos limites de valores e quantidades estabelecidos pelo Programa de Recompra de Ações; **(iii)** a O.G.F.C.V., corretora envolvida nas negociações, sugeriu a oferta através do procedimento especial de leilão para compra de

⁴ “Art. 13. §7º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas 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, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A.”

⁵ A Instrução CVM nº 568/2015 foi revogada pela Resolução CVM nº 80/22.

⁶ Doc. 0576479, p. 5.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

ações, a qual teria afirmado a ocorrência de consulta prévia junto a esta CVM quanto à licitude das operações; e (iv) acreditava-se ser lícita as operações com base no §7º do art. 13 da ICVM nº 568/2015, bem como pelo cumprimento das condicionantes estabelecidas pelos arts. 15 e 15-A da referida Instrução.

11. Após análise das informações reunidas pelo Ofício nº 131 e contidas no Relatório nº 99/2018-CVM/SEP/GEA-2⁷, a SEP lavrou, em 05.09.2018, primeira peça acusatória⁸, imputando responsabilidade pelas negociações tanto aos Acusados como a Sra. R.G., na qualidade de DRI da Companhia, a qual celebrou Termo de Compromisso junto à CVM⁹.

12. Tendo em vista o cumprimento de Termo de Compromisso firmado entre aquela DRI e a CVM¹⁰, a SEP elaborou, em 29.07.2019, segunda peça acusatória (“Termo de Acusação”)¹¹.

III. DA ACUSAÇÃO

13. Em primeiro plano, a área técnica da CVM, com base no disposto no §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, sustentou a impossibilidade de aplicação da exceção trazida na parte final do dispositivo no que tange ao art. 15-A, levantado pela Companhia.

14. A SEP apontou que a exceção à aludida vedação de negociação prevista no art. 15-A aplica-se no âmbito de plano individual de investimento, nos moldes de seus §§ 1º e 2º, de forma que haja, obrigatoriamente, “*cronograma definindo datas específicas para a realização dos negócios, onde a decisão negocial é tomada em momento anterior e meramente cumprida quando da negociação futura*”.

15. No caso concreto, o Programa de Recompra de Ações não se aplicaria ao plano

⁷ Doc. 0576479, p. 15.

⁸ Doc. 0583478.

⁹ Doc. 0811013.

¹⁰ Docs. 0855632.

¹¹ Doc. 0808451.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

individual de investimento, na medida em que o primeiro se diferencia do segundo por estabelecer apenas um prazo de vigência, “dotando o agente de ampla discricionariedade com relação às datas para a realização dos negócios, razão pela qual não é, e nem poderia ser, uma exceção à vedação de que trata o art. 13, §4º da ICVM 358/02”.

16. Dito isso, a área técnica concluiu que o enquadramento, a que se refere a Companhia, na exceção imposta pelo §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, subordina-se, impreterivelmente, às demandas instituídas nos §§ 1º e 2º do art. 15-A da ICVM nº 568/2015, tais como a prévia formalização dos termos das negociações futuras e suas datas de execução. Desse modo, seria possível retirar do beneficiário do plano a discricionariedade sobre o momento e o valor dos investimentos a serem feitos, alcançando o propósito da referida Instrução.

17. No entanto, na análise da SEP, o Plano de Recompra de Ações da Graziotin não viabilizaria tal retirada de discricionariedade do agente, de modo que previa apenas seu prazo de vigência, logo, não cumprindo os requisitos a que se refere o art. 15-A da Instrução supramencionada e, portanto, não caracterizando um plano de investimento individual.

18. Outro ponto destacado pela Acusação diz respeito ao intervalo de confiança¹² concernente à cotação das ações CGRA3 e CGRA4, negociadas supostamente no período de vedação. Segundo a SEP, houve oscilação atípica dos papéis justamente no fechamento do primeiro pregão após a divulgação do ITR (31.07.2017), de modo que, naquela ocasião, as ações ordinárias fecharam em alta de 5,2% e as preferenciais, de 4,8%, enquanto o Ibovespa fechou em leve alta de 0,6%.

19. Desse modo, considerando que a Companhia comprou, em 28.07.2017, 188.900 ações ordinárias ao preço médio de R\$ 21,95 e 342.200 ações preferenciais ao preço médio de R\$ 22,29, movimentando um total de R\$ 11.773.993,00, caso tivesse o feito no pregão posterior a divulgação do 2º ITR/2017, em 31.07.2017, teria as comprado por R\$ 23,78 e R\$

¹² A SEP esclareceu que o intervalo de confiança se refere ao histórico de determinada variável, na hipótese de uma distribuição normal, em 95% das vezes os valores ocorreram dentro dos limites do intervalo de confiança. Na ocasião de se analisar o comportamento de determinado valor mobiliário, caso a variável em questão esteja fora do intervalo especificado em 95%, estará estatisticamente caracterizada a atipicidade, haja vista que tal comportamento se dá em apenas 5% das observações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

24,35, desembolsando R\$ 12.824.612,00. Portanto, a Companhia teria obtido uma vantagem econômica de R\$ 1.050.619,00 com as referidas aquisições das ações de sua emissão.

20. A atipicidade alegada pela Acusação depreende-se da tabela abaixo, extraída do Termo de Acusação:

	CGRA3	CGRA4
Preço médio de fechamento (média de 60 pregões anteriores a 31.07.2017)	RS 20,91	RS 21,45
Desvio padrão	RS 1,30	RS 1,30
Limite superior ao intervalo de confiança (95%)	RS 23,51	RS 24,07
Limite inferior ao intervalo de confiança (95%)	RS 18,31	RS 18,83
Valor de fechamento 31.08.2017	RS 23,91	RS 24,32

21. A SEP acrescentou, ainda, que a eventual ausência de vantagem econômica obtida no âmbito das compras pela Companhia não exime os Acusados da responsabilização proposta neste PAS, uma vez que “a realização de lucro ou qualquer outra vantagem não é requisito para configurar o uso indevido de informação privilegiada”¹³.

22. A área técnica da CVM também constatou ausência de comprovação quanto à declaração de Marcus Grazziotin de que uma consulta junto a esta autarquia teria incorrido na decisão de operar as negociações questionadas.

23. Ademais, acrescentou o entendimento exarado da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) de que, além do responsável pela emissão das ordens, a acusação de violação ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 deve recair também sobre a Companhia, por ser a efetiva destinatária do comando em questão e por ter sido quem realizou as operações questionadas. Por conseguinte, o responsável pela execução da ordem de compra de ações teria sido Marcus Grazziotin, conforme indicado pela Companhia em resposta ao Ofício nº 131, motivo pelo qual também deveria ser responsabilizado.

24. Por fim, a SEP entendeu ser pertinente imputar a Marcus Grazziotin, na qualidade

¹³ Trecho extraído do Termo de Acusação, doc. 0808451, §27. A área técnica também salientou o entendimento do Colegiado sobre o assunto, citando o PAS CVM nº RJ2012/13047.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

de Diretor Vice-Presidente da Companhia em exercício à época dos fatos e responsável pela autorização, em nome da Grazziotin, das negociações feitas, o ilícito do art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, pelo uso de informação privilegiada no âmbito das negociações de 28.07. 2017.

IV. PARECER DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À CVM

25. A PFE-CVM emitiu o Parecer nº 00136/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU¹⁴, conforme o art. 9º da Deliberação CVM nº 538/2008, em termos que concluiu pela conformidade do Termo de Acusação aos ditames previstos nos arts. 6º e 11 da referida norma.

V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

26. Em 10.10.2018 a Companhia apresentou proposta de termo de compromisso¹⁵, em que propôs (i) pagar, a título de indenização, no valor de até R\$ 100.000,00 (cem mil reais) em parcela única; (ii) instituir programas preventivos na Companhia, visando a instrução e a revisão dos métodos e processos praticados por seus administradores e conselheiros, no que tange à observância das normas disciplinadoras das operações no mercado de capitais, bem como estabelecer procedimentos internos de controle para garantir a inoccorrência de situações análogas; e (iii) revisar os procedimentos e instruir os colaboradores da Companhia responsáveis pela apresentação e divulgação dos formulários e demais informações ao mercado, através dos sistemas informatizados, sobretudo quanto à operação junto ao Sistema “Empresas.Net” disponibilizado às companhias.

27. Em sua análise, a PFE-CVM¹⁶ defendeu a insuficiência dos termos propostos, sugerindo o *quantum* indenizatório correspondente ao triplo da vantagem econômica auferida devido ao inegável dano difuso sofrido pelo mercado, conforme parecer exarado nos autos do PAS CVM nº RJ 2015/6124 e tendo em vista o art. 11, §1º, III, da Lei nº

¹⁴ Doc. 0612955.

¹⁵ Doc. 0615170.

¹⁶ Doc. 0651987.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

6.385/76.

28. Em vista ao Despacho nº 00655/2018/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU¹⁷, concluiu-se pela necessidade de comunicação ao Ministério Público Federal face à presença de indício de materialidade e autoria do crime tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76.

29. Decorrente da decisão adotada pelo Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), em 08.01.2019¹⁸, a Grazziotin, em conjunto com Marcus Grazziotin, apresentaram nova proposta de termo de compromisso¹⁹, em que propuseram, propondo, desta vez (i) o pagamento, por parte de Grazziotin, no valor de R\$ 1.050.619,00, em parcela única, correspondente ao suposto lucro auferido; e (ii) o pagamento, por parte de Marcus Grazziotin, no valor de R\$ 70.000,00, considerando que este teria agido de boa-fé.

30. O CTC, em 26.02.2019²⁰, sugeriu o aprimoramento da proposta, de modo que (i) o pagamento, por parte de Marcus Grazziotin, corresponda a duas vezes o suposto lucro auferido, atualizado pelo IPCA, a partir de 31.07.2017 até seu efetivo pagamento; e (ii) o pagamento, por parte de Grazziotin, corresponda ao suposto lucro auferido, atualizado pelo IPCA, a partir de 31.07.2017 até seu efetivo pagamento.

31. Não tendo havido concordância quanto aos valores referentes à proposta de termo de compromisso²¹, o CTC propôs ao Colegiado da CVM²² a rejeição da proposta dos Acusados.

32. Seguindo o parecer do CTC, o Colegiado da CVM, por unanimidade²³, deliberou rejeitar as propostas de termo de compromisso apresentadas por Grazziotin e Marcus

¹⁷ Doc. 0651987, p. 7.

¹⁸ Doc. 0666036.

¹⁹ Doc. 0672267.

²⁰ Docs. 0704727 e 0731455.

²¹ Doc. 0731437.

²² Doc. 0780158.

²³ Doc. 0799439



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Grazziotin.

VI. RAZÕES DE DEFESA

33. Devidamente intimados²⁴, os Acusados, em conjunto, requereram a prorrogação do prazo para apresentação de defesa, com base no art. 29 da Instrução CVM nº 607²⁵, termos em que a SEP o deferiu²⁶. Assim, em 09.10.2019²⁷, apresentaram tempestivamente suas razões de defesa.

34. Em sede preliminar, arguíram a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin, na medida em que para imputar tal conduta ao acusado, este teria de ter se utilizado da Companhia como meio a um fim estranho à Companhia e que a conduta tivesse lhe trazido alguma vantagem pessoal, o que não teria ocorrido no caso concreto. Acrescentaram que reconhecem a técnica regulatória desta CVM de criar “*centros de imputação de responsabilidade, [em que] confere a prática de determinado ato à competência de um diretor, que responderá diretamente por ele*”, mas que tal prática nunca foi adotada para casos de *insider trading*, ocasião em que invocou o art. 13 da ICVM nº 358/02 para sustentar que “*o ato normativo aborda a possibilidade de o ilícito ser cometido pela companhia, não tratando da eventual responsabilização dos administradores nessa hipótese*”.

35. Atrelado a isto, argumentaram que se houvesse ilícito de *insider* no caso em tela, este teria sido praticado somente pela Companhia, uma vez que era a Grazziotin quem detinha a informação supostamente relevante, assim como foi ela quem adquiriu os papéis no período questionado e teria sido também a única beneficiada pela operação. Além disso, segundo os Acusados, as ordens de compra teriam sido dadas exclusivamente pela Companhia e que Marcus Grazziotin, enquanto diretor vice-presidente, apenas representava a vontade da Grazziotin, não podendo confundir a personalidade jurídica dos sócios e

²⁴ Docs. 0815579, 0829471, 0815584 e 0829987.

²⁵ Doc. 0831377.

²⁶ Doc. 0835942.

²⁷ Doc. 0858729.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

administradores com a da sociedade empresária.

36. No mérito, em relação à imputação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, atribuído somente a Marcus Grazziotin, a defesa sustentou que não foram preenchidos os requisitos indispensáveis e cumulativos para a imputação do *insider trading*, previstos nos §§1º e 4º do artigo supra, tais quais **(i)** a relevância da informação utilizada; **(ii)** o meio de acesso à informação ter sido privilegiado; **(iii)** a negociação ter sido efetuada com base no conhecimento da informação privilegiada; e **(iv)** o uso da informação visando obter vantagem para si ou para outrem.

37. Para sustentar sua tese, argumentaram, em suma, que:

- (i)** os dispositivos legais indicados pela Acusação não pressupõem vedação absoluta à negociação de ações durante o período previsto no art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, termos em que se deve interpretá-los como presunção relativa do uso indevido de informação pelo agente;
- (ii)** as informações constantes no 2º ITR/2017 não poderiam influir de modo ponderável na cotação as ações negociadas pela Companhia;
- (iii)** a compra das ações teve por fundamento uma oportunidade negocial decorrente de prévias tratativas com as partes envolvidas; e
- (iv)** as negociações ocorreram no âmbito do Plano de Recompra de Ações, aprovado em assembleia e, portanto, provido de boa-fé, sem intenção de obtenção de vantagem indevida pelos Acusados.

38. No que tange a vedação absoluta a que se refere a Acusação, invocar o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02 configuraria restrição ao preceito legal regulamentado, termos em que a autarquia não teria poderes ilimitados para tal, com base no art. 8º da Lei nº 6.385/76.

39. Dito isso, argumenta que a interpretação do art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 deve ser analisado sob a ótica do art. 155, §§1º e 4º da Lei nº 6.404/76, de modo que o “*período de vedação deveria ser entendido como um mecanismo de auxílio à Autarquia no desempenho de suas funções fiscalizatória e punitiva*”, constituindo-se, portanto, uma vedação relativa, termos em que se torna imprescindível que sejam satisfeitos todos os requisitos dos §§1º e 4º do art. 155 da Lei das S.A. para que se caracterize o ilícito de *insider trading*²⁸.

²⁸ A defesa fez menção a precedentes tais como os PAS CVM nº RJ2010/1666 e PAS CVM nº RJ2015/13651.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

40. Por consequência, a defesa afastou os requisitos do *insider* alegando, primeiramente, que as informações constantes no 2º ITR/2017 não teriam influído de modo relevante na cotação das ações negociadas, uma vez que os indicadores da Grazziotin S.A. não sofreram grandes modificações em comparação ao ano anterior. Alguns desses indicadores incluíam a margem EBITDA, a estrutura do capital e o endividamento Companhia.

41. Além disso, argumenta que a análise feita no Termo de Acusação quanto à oscilação atípica dos papéis CGRA3 e CGRA4 teria sido equivocada, pois as circunstâncias que levaram a tal não podem ser mensuradas com precisão. Relata, ainda, que o volume adquirido pela Companhia no dia 28.07.2017 tinha capacidade de contribuir para a alta das cotações mencionadas pela Acusação, uma vez que os ativos da Companhia são, por natureza, ilíquidos.

42. Adiciona, ainda, que além das negociações terem se iniciado antes do período de vedação, a compra teria tido por fundamento uma oportunidade negocial, oferecida pela corretora O.G.F.C.V, em que, decorrente da baixa liquidez do ativo, acredita-se que não teria sido possível uma nova operação tão benéfica para a Companhia em termos de tempo e ganho financeiro.

43. A defesa esclareceu também que Marcus Grazziotin teria questionado a corretora, por diversas vezes, sobre a regularidade da operação, termos em que defende a ausência de intenção dos defendentes em obter eventuais vantagens com as negociações. Argumenta, ainda, que, diferente do que se espera da conduta padrão do *insider trading*, em que se revende os ativos para se obter lucro, o conselho de administração, integrado por Marcus Grazziotin, teria aprovado, em 05.04.2018, o cancelamento das ações adquiridas. Para fortalecer o argumento, a defesa atentou para o fato de que no mesmo período em que se deliberou pelo cancelamento das ações, os preços dos papéis estariam entre 9% e 6% maiores, de modo que sua venda resultaria em considerável lucro à Companhia.

44. Ademais, a defesa destacou o princípio da proporcionalidade ao solicitar que o Colegiado da CVM observe um possível erro de proibição por parte dos Acusados, na medida em que ambos agiram conforme orientação da corretora O.G.F.C.V, acreditando estarem em conformidade com as normas pertinentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

45. Por fim, argumentou que, diferente das operações usualmente realizadas em bolsa, em que as contrapartes não são conhecidas, acarretando possíveis danos difusos, no caso concreto houve prévias negociações entre as partes e que nenhuma delas ofereceu reclamação à CVM, fato que deve ser levado em conta na hipótese em que o Colegiado entenda ser aplicável multa pecuniária aos Acusados. Do mesmo modo, esta CVM foi provocada a observar que diferente do que se pode considerar quanto à Companhia, Marcus Grazziotin não obteve lucro com as operações, fato que deverá ser sopesado em sua eventual culpabilização.

VII. MANIFESTAÇÃO TÉCNICA COMPLEMENTAR DA SEP ACERCA DAS RAZÕES DE DEFESA

46. A área técnica da CVM se manifestou por meio do Relatório nº 120/2019-CVM/SEP/GEA-4²⁹ acerca das razões de defesa dos Acusados.

47. Em sua análise, a SEP rechaçou o argumento da defesa de que Marcus Grazziotin não teria legitimidade para configurar o polo passivo do presente PAS, arguindo que, com base na acusação imputada a Marcus Grazziotin, de infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, e tendo em vista precedente exarado pela PFE-CVM³⁰, *“além do responsável pela emissão das ordens, a acusação de violação ao art. 13, §4º da Instrução CVM nº 358/02 deve recair também sobre a própria companhia, por ser a efetiva destinatária do comando em questão e por ter sido quem realizou as operações questionadas”*.

48. A SEP também questionou que a manutenção de determinados índices financeiros de um exercício para o outro não significa ausência de informações relevantes ou que seus dados já teriam sido antecipados pelo mercado. Argumentou-se com base em precedente da CVM, no sentido de que *“a presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo,*

²⁹ Doc. 0908849.

³⁰ PAS CVM nº 22/04, j. 20.05.2007; PAS CVM nº RJ2003/5677, j. 28.01.2005; PAS CVM nº 17/02, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 06/03, j. 14.09.2005.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

*a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel*³¹.

49. Dito isso, acrescentou que em consulta ao relatório da administração do 2º ITR/2017, a administração da Grazziotin apresentou outros dados favoráveis e relevantes, tais como **(i)** crescimento de receita bruta de 11,7%; **(ii)** lucro bruto de R\$ 63,6 milhões no 2º trimestre de 2017 e alta de 13% em relação ao 2º trimestre de 2016; **(iii)** lucro líquido de R\$ 19,7 milhões no 2º trimestre de 2017 e crescimento de 3,5% sobre o 2º trimestre de 2016; e **(iv)** EBITDA do 2º trimestre de 2017 foi de R\$ 25.358 milhões, um crescimento de 11% em relação ao 2º trimestre de 2016, em que se teve o resultado de R\$ 22.841 milhões.

50. Em relação à impossibilidade de prever os motivos que levaram às oscilações dos papéis da Companhia, a SEP sustentou, com base em precedente da CVM, que “[e]specificamente com relação ao comportamento do papel no pregão posterior à divulgação da informação, vale ressaltar o entendimento já consolidado nessa casa de que a oscilação, positiva ou negativa, não é determinante para a análise”³².

51. A área técnica também pontuou que, embora a defesa tenha logrado êxito em demonstrar que as negociações para compra das ações de emissão da Companhia tenham se iniciado antes do período de vedação, a busca por um vendedor e a efetiva negociação da operação ocorreu entre 24 e 28.07.2017, durante o período de vedação previsto no art. 13 da ICVM nº 358/02.

52. Argumentou-se, ainda, que não foi demonstrada de maneira contundente a necessidade de urgência para realização das operações, de modo que a Grazziotin poderia ter aguardado alguns dias para concretizar as operações que havia negociado.

53. Concluíram que a própria defesa deixa claro que Marcus Grazziotin tinha conhecimento do dever imposto pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, tanto que teria questionado diversas vezes a corretora quanto à regularidade das operações. A esse respeito, a Acusação adicionou que “os administradores

³¹ PAS CVM nº RJ2015/13651, citação extraída do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.

³² PAS CVM nº RJ2015/13651, citação extraída do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

das companhias abertas são pessoalmente responsáveis pelo cumprimento dos deveres e responsabilidades impostos pela Lei nº 6.404/76 e pelas normas da CVM, não cabendo a terceiros eximi-los de tal responsabilidade”.

54. Por fim, sustentou que o cancelamento das ações, assim como a ausência de obtenção de lucro com uma eventual revenda, não seria suficiente para descaracterizar o ilícito, na medida em que (i) a Companhia se beneficiou das operações, gastando menos recursos para adquirir determinada quantidade de ações em 28.07.2017 do que teria despendido em 31.07.2017, após a divulgação do 2º ITR/2017; e (ii) o resultado da operação não é determinante para a comprovação da infração.

VIII. RESPOSTA DA DEFESA À MANIFESTAÇÃO DA SEP

55. Em resposta à manifestação técnica complementar da SEP³³, os Acusados reiteraram a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin, uma vez que os administradores devem ser considerados como um órgão da Companhia, representando as vontades desta e não de sua própria pessoa.

56. Em complemento, defenderam a interpretação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 no sentido de que somente deverá se admitir a responsabilização dos administradores que praticam o ilícito em nome próprio ou quando comprovado que aquele utilizou a sociedade com um artifício, tendo o ato ilegal sido cometido pela pessoa física.

57. Além disso, reiteram a presunção relativa quanto à vedação que se refere o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, de modo que não se pode enquadrar a prática de *insider trading* sem que estejam presentes todos os quatro elementos fundamentais à sua caracterização.

58. Reforçam, ainda, que as informações financeiras expostas nas razões de defesa e rebatidas pela SEP em sua manifestação técnica complementar poderiam ter sido “razoavelmente antecipadas pelo mercado, não se configurando como relevantes” e que por isso o 2º ITR/2017 não teria caráter relevante para caracterizar o ilícito do *insider trading*. Ademais, indicaram que a baixa liquidez das ações de emissão da Grazziotin foi responsável

³³ Doc. 0934235.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

pela oscilação dita como atípica dos papéis CGRA3 e CGRA4 após a Companhia ter comprado grande volume delas no âmbito do Programa de Recompra de Ações.

59. Quanto ao argumento da SEP de que a operação de compra das ações poderia ter sido feita posteriormente ao período de vedação, a defesa reforçou que *“não era tarefa fácil encontrar vendedores de grande bloco de ações – sobretudo por preços compatíveis com os de mercado – para poder executar o Programa de Recompra instituído em benefício da Companhia e de seus sócios (...) [c]ontudo, em 28.07.2017 (...) a Companhia finalmente encontrou acionistas dispostos a alienar significativa participação societária a preços iguais aos praticados na Bolsa”,* razão pela qual restaria evidenciada a *“necessidade de imediato aproveitamento daquela oportunidade negocial decorria, justamente, do caráter ilíquido dos papéis”*.

60. No que pese ao argumento da área técnica na manifestação técnica complementar da SEP de que Marcus Grazziotin teria questionado a corretora quanto à licitude das operações porque tinha ciência de seus deveres, impostos pelos dispositivos legais dos quais é acusado, a defesa sustentou que *“[n]ão se costuma indagar sobre o que já se sabe; pelo contrário, com perguntas, busca-se uma resposta para o que se desconhece. (...) o verdadeiro insider pratica o ato ilícito na espreita (...) [e] certamente não se expõe ao risco de indagar, mais de uma vez, sobre a regularidade de sua conduta, como foi feito”*.

61. Argumentaram que a boa-fé de que se argui, atrelada à ausência de dolo na conduta, devem ser sopesados quando no enquadramento do tipo que se imputa aos Acusados, de modo que, *“[t]ivessem o Sr. Marcus Grazziotin e a Companhia efetivamente a intenção de auferir vantagem indevida com a operação questionada neste PAS, não teriam eles optado pelo cancelamento das ações em 01.03.2018, preferindo a sua venda com lucro superior à diferença do preço das ações entre 31.07.2017 e 28.07.2017”*.

62. Por último, mantiveram a hipótese de erro de proibição dos Acusados, assim como a ausência de obtenção de benefício por parte de Marcus Grazziotin e afastaram os danos difusos ao mercado, levantados pela Acusação.

IX. NOVA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

63. Em 07.11.2022 os Acusados propuseram, novamente, a celebração de Termo de Compromisso³⁴, em termos que Marcus Grazziotin e Grazziotin comprometeram-se a pagar, cada um, o correspondente ao suposto lucro auferido com as operações ora analisadas, no valor de R\$ 1.050,619,00, atualizado pelo IPCA.

64. A proposta de termo de compromisso foi remetida à PFE-CVM³⁵, que analisou a legalidade da proposta, nos termos do art. 84 da Resolução CVM nº 45/21, tendo apontado que a nova proposta apresentada sequer retratou aquilo que entendeu o CTC em sua última reunião de negociação, adicionando que, *“face ao que preceitua o art. 84 da Resolução CVM nº 45/2021, considerando que a proposta (i) é extemporânea, (ii) apresentada após mais de 3 anos da decisão de rejeição da proposta anterior, (iii) com a consequente retomada do processo administrativo sancionador, já tendo sigo esgotada a fase de defesa e encaminhando-se para a fase de julgamento, e, (iv) sobretudo, em condições que sequer se encontram aderentes aos parâmetros já definidos pelo CTC e acolhidos pelo Colegiado em 2019, não parece se estar diante de situação excepcional que atenda ao interesse público e, portanto, a autorizar a apreciação de nova proposta pela Autarquia. Sequer aqui se vislumbra uma das principais finalidades do termo de compromisso, que é justamente a economia processual e a eficiência administrativa”*.

65. Diante do exposto, a PFE-CVM opinou pela ausência dos pressupostos que autorizassem a adoção de solução consensual pela Administração Pública.

66. Em manifestação exarada em 03.01.2023, a defesa solicitou a retirada de sua intenção em celebrar o termo de compromisso proposto³⁶.

X. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA DE JULGAMENTO

67. Em reunião do Colegiado de 03.12.2019, o Diretor Henrique Machado foi designado como relator deste processo. Entretanto, tendo em vista o término de seu mandato,

³⁴ Doc. 1657362.

³⁵ Docs. 1666562 e 1669320.

³⁶ Doc. 1682217.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

o processo foi redistribuído temporariamente para a relatoria do Diretor Gustavo Gonzalez, em reunião do Colegiado de 12.01.2021, nos termos do art. 9º da Deliberação CVM nº 558/08 c/c art. 33 da Instrução CVM nº 607/19.

68. O presente PAS foi novamente redistribuído em reunião do Colegiado de 09.03.2021 para o Diretor Marcelo Barbosa, nos termos do 9º da Deliberação CVM nº 558/08 c/c art. 33 da Instrução CVM nº 607/19.

69. Em 09.09.2021 o Diretor Fernando Galdi foi designado como novo relator. Contudo, o presente PAS foi redistribuído para minha relatoria, em reunião do Colegiado ocorrida em 11.01.2022, nos termos do art. 34 da Resolução CVM nº 45/2021³⁷.

70. Em 14.03.2024, o PAS foi pautado para julgamento na sessão de 09.04.2024³⁸. Em 01.04.2024, o PAS foi retirado de pauta *sine die*³⁹, tendo, em 03.05.2024, sido publicada pauta de julgamento no Diário Eletrônico da CVM⁴⁰, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

³⁷ Doc. 1424259.

³⁸ Doc. 1998136.

³⁹ Doc. 2008840.

⁴⁰ Doc. 2028741.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007727/2018-84

Reg. Col. nº 1440/19

Acusados: Grazziotin S.A.
Marcus Grazziotin

Assunto: Apurar responsabilidade por supostas aquisições indevidas, no âmbito das compras de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4 de emissão da Grazziotin S.A., realizadas no período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP em face dos Acusados, para apurar eventuais responsabilidades de:

(i) **Grazziotin S.A.** (“Grazziotin” ou “Companhia”), por infração ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, em razão da aquisição de 531.100 ações de sua própria emissão durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017; e

(ii) **Marcus Grazziotin** (em conjunto à Companhia, “Acusados”), na qualidade de **Diretor Vice-Presidente** da Grazziotin S.A., por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, em razão da aquisição, em nome da Companhia, de 531.100 ações da Companhia durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017.

2. Conforme apontado no Relatório, a Grazziotin adquiriu, em 28.07.2017 — apenas algumas horas antes da divulgação do seu 2º ITR/2017 —, 188.900 ações ordinárias e

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

342.200 ações preferenciais de sua própria emissão, ao preço de R\$ 21,95 e R\$ 22,29, respectivamente, resultando numa movimentação financeira total de R\$ 11.773.993,00.

3. No entendimento da SEP, as recompras de ações pela Companhia foram realizadas em período vedado (15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017) e mediante o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado por ordem de Marcus Grazziotin, na qualidade de Diretor Vice-Presidente da Companhia.

4. Os Acusados, por sua vez, argumentaram, em síntese, **(i)** a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin; **(ii)** a ausência de vedação absoluta à negociação de ações durante o período previsto no §4º do art. 13 da então vigente² ICVM nº 358/02; **(iii)** as informações constantes do 2º ITR/2017 não deveriam ser consideradas relevantes, pois não poderiam influir de modo ponderável na cotação das ações; **(iv)** a ausência de uso da informação supostamente privilegiada; e **(v)** que as negociações em análise não foram realizadas com a intenção de obtenção de vantagem indevida.

II. PRELIMINAR

5. Marcus Grazziotin arguiu, em sede preliminar, sua ilegitimidade para figurar como acusado neste PAS. Em suma, argumentou que as sociedades empresárias não se confundem com seus sócios nem administradores, razão pela qual não poderia ser responsabilizado por ações que praticou no exercício de seu cargo.

6. Segundo a defesa, Marcus Grazziotin teria autorizado as ordens de compra devido ao seu cargo dentro da Companhia e que, se restasse comprovado o ilícito, este teria sido praticado somente pela Grazziotin, uma vez que somente poderia ser penalizado caso tivesse utilizado a Grazziotin como artifício a um fim estranho à Companhia. Acrescentou, ainda, que o art. 13 da ICVM nº 358/02 não tratou da possibilidade do ilícito ser cometido por administradores, apenas pela própria companhia.

7. O art. 155 da Lei nº 6.404/76, cuja violação foi imputada a Marcus Grazziotin, atribui responsabilidade aos administradores da companhia de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão do cargo e

² A ICVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/21.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhes vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação de valores mobiliários.

8. Da mesma forma, o art. 13 da ICVM nº 358/02, cuja violação foi imputada tanto a Marcus Grazziotin como à Grazziotin, veda a negociação com valores mobiliários, pela própria companhia e por seus diretores, antes da divulgação de informação relevante e, em complemento, o §4º do mesmo artigo estabelece o período de vedação de negociação de 15 dias anteriores à divulgação do ITR da companhia.

9. Neste sentido, não há dúvidas de que em ambos os casos, o regulador atribuiu obrigações tanto às companhias abertas quanto aos seus administradores³, os quais, portanto, são submetidos às consequências decorrentes do descumprimento de tais deveres.

10. Aliás, diferente do que alega a defesa, a CVM já sedimentou, em diversos precedentes⁴, a responsabilização não somente da Companhia que se beneficiou das operações como também do emissor das ordens, que viabilizou a consumação do ilícito de *insider trading*, de modo que o presente PAS nada se relaciona com centro de imputação de responsabilidade, sequer levantado pela Acusação.

11. Pelo exposto, afasto a preliminar de ilegitimidade passiva arguida por Marcus Grazziotin.

III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

12. A Acusação imputou responsabilidade a Marcus Grazziotin, na qualidade de

³ Norma Parente discorre que “[r]azões de ordem ética embasam o dever de informar. Decorre este da necessidade de se impedir que alguém, prevalecendo-se da posição que ocupa, obtenha vantagens patrimoniais indevidas, em detrimento de pessoas que ignoram certas informações. Trata-se de um dever jurídico, atribuído aos administradores de companhia aberta, que encontra correspondência direta no direito subjetivo que têm os investidores de se inteirarem, não só dos atos e decisões provenientes da administração da companhia, como de todos os fatos relevantes que possam ocorrer em seus negócios.” (Aspectos Jurídicos do Insider Trading, 1978 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>).

⁴ PAS CVM nº 22/04, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. em 20.06.2007; PAS CVM nº RJ2012/13047, Rel. Dir. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 04.11.2014; PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 19.06.2018; PAS CVM nº 19957.003405/2015-13, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 13.11.2018; e PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 21.03.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

diretor da Companhia e emissor das ordens de compra das ações, pelo ilícito de *insider trading*, prática vedada pelo ordenamento jurídico brasileiro, constituindo-se crime contra o mercado de capitais, conforme tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 e art. 155 da Lei nº 6.404/76:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...)

§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.

(...)

§4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

13. Conforme se depreende do art. 155, §§1º e 4º, da Lei nº 6.404/76, a negociação de valores mobiliários por administrador de companhia aberta se configura como *insider trading* quando se constatar **(i)** a existência de uma informação relevante e pendente de divulgação ao mercado; **(ii)** o acesso privilegiado a tal informação; **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

14. Ao regulamentar a matéria, a ICVM nº 358/02, em seu art. 2º, traz a seguinte definição de ato ou fato relevante:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

15. O parágrafo único do referido dispositivo elenca, ainda, um rol não exaustivo de exemplos de ato ou fato potencialmente relevantes:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...)

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas; (...)

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; (...)

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

16. Especificamente em relação à regra de período de vedação de negociação, o art. 13 da ICVM n° 358/02 estabeleceu um regime de presunções relativas⁵ **(i)** de existência da informação; **(ii)** de relevância da informação; **(iii)** de posse da informação privilegiada; e **(iv)** de uso da informação com intuito de obter vantagem indevida:

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. (...)

17. Além disso, as informações contidas no ITR — justamente por abranger dados econômico-financeiros trimestrais de desempenho da companhia (ICVM n° 358/02, art. 31⁶) — são presumidamente consideradas relevantes, conforme se constata do §4º art. 13 da ICVM n° 358/02:

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período

⁵ PAS CVM n° RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018; PAS CVM n° 19957.007486/2018-73, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 11.05.2021; e PAS CVM n° RJ2010/1666, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012.

⁶ Art. 31. Ao final de cada trimestre, a diretoria deve elaborar o Formulário de Informações Trimestrais – ITR, documento eletrônico que deve ser: I – preenchido com os dados das informações contábeis trimestrais elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor, nos termos dos arts. 27 a 29 da presente Resolução; e II – entregue pelo emissor no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre.

§ 1º O formulário de informações trimestrais – ITR deve ser acompanhado de: I – relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM; e II – declaração dos diretores nos termos dos incisos V e VI do § 1º do art. 27 desta Resolução.

§ 2º O formulário de informações trimestrais – ITR dos emissores registrados na categoria A deve conter informações contábeis consolidadas sempre que tais emissores estejam obrigados a apresentar demonstrações financeiras consolidadas, nos termos da Lei n° 6.404, de 1976.

§ 3º O formulário de informações trimestrais – ITR referente ao último trimestre de cada exercício não precisa ser apresentado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

18. Como se depreende dos dispositivos transcritos, além de garantir a simetria informacional no mercado de capitais, em consagração ao princípio do *full and fair disclosure*⁷, tais comandos visam proibir os administradores de utilizar qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para obter vantagem para si ou para outrem, mediante a compra ou venda de ações em condições privilegiadas⁸.

19. Conforme já me manifestei no voto que proferi como Diretor Relator do PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, julgado em 16.04.2024, “[a] *informação privilegiada caracteriza-se como informação relevante e sigilosa de emissor de valor mobiliário, que, caso divulgada, potencialmente influi na decisão do investidor de compra ou venda deste ativo ou na determinação de seu preço*⁹⁻¹⁰. Por outro lado, uma vez tornada pública, a informação perde o seu caráter sigiloso, não se afeiçoando, a partir daí, ao conceito de informação privilegiada, para fins de responsabilização por insider trading”.

20. O período de vedação de negociação é, portanto, um mecanismo de proteção contra o uso de informações privilegiadas durante um período em que os agentes do mercado possam deter informações relevantes e ainda não divulgadas publicamente ao mercado que possam influir consideravelmente na cotação das ações da companhia.

⁷ O modelo regulatório brasileiro, seguindo o modelo norte americano capitaneado pela Securities and Exchange Commission - SEC, é baseado no princípio da *full and fair disclosure*, adotando três principais estratégias: (i) a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; (ii) a vedação ao uso de informações privilegiadas; e (iii) a proibição de práticas que falseiem/manipulem o mercado. Com efeito, a divulgação de informações de forma equânime a todo mercado tem como objetivo evitar a assimetria informacional relevante e assegurar a competição entre os investidores em relação a interpretação das informações disponíveis. Ademais, como bem pontuado por Julio Ramalho Dubeux, “o aspecto protetivo do disclosure (...) também protege as empresas honestas, isto é, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos no mercado” (DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris Ed. 2006, p. 48)

⁸ Nelson Eizirik ensina que “o mercado é eficiente quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e sobre as entidades emissoras. Ademais, quanto mais rapidamente as cotações refletirem as novas informações, mais eficiente será o mercado. Assim, o ‘modelo ideal’ de mercado é aquele em que as cotações dos títulos reflitam todas as informações relevantes e publicamente disponíveis para todos, o que se busca alcançar mediante uma legislação que promova o disclosure (ampla divulgação das informações).” (A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 371).

⁹ Cf. PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14.09.2005.

¹⁰ No mesmo sentido: Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/3402, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 13.12.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

21. Sem prejuízo do acima exposto, a ICVM nº 568/15 incluiu na ICVM nº 358/02 o art. 15-A¹¹, que estabeleceu exceção às regras de vedação de negociação previstas no art. 13 da referida Instrução.

22. No entanto, necessário esclarecer que os Acusados não suscitaram a existência de planos de investimentos que poderiam permitir a negociação de ações de emissão da Companhia no período de 15 dias anterior à divulgação do 2º ITR/2017. De igual modo, também não contestaram o fato de possuir, no momento das negociações analisadas neste PAS, as informações tidas como confidenciais, razão pela qual tal fato se tornou incontroverso.

23. Portanto, no âmbito deste PAS, as principais questões que devem ser enfrentadas consistem em analisar se as informações contidas no 2º ITR/2017 representavam informações relevantes e se os Acusados se valeram de tais informações com a intenção de obter vantagem econômica com as referidas operações.

IV. AUTORIA E MATERIALIDADE

24. A Acusação imputou a violação ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 a ambos os Acusados, sendo a Grazziotin beneficiária das negociações que resultaram na aquisição de ações de sua própria emissão durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação

¹¹ Art. 15-A. Os 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, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.

§ 1º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no caput e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que:

I – sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da realização de quaisquer negociações;

II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e

III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.

§ 2º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano. (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

do ITR, e Marcus Grazziotin o responsável pela emissão das ordens de compra. Também se imputou a violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 a Marcus Grazziotin, na qualidade de diretor da Companhia, pela prática de *insider trading*.

25. Em observância ao princípio da objetividade, adianto minha conclusão no sentido de concordar com a tese acusatória, uma vez que os Acusados não lograram êxito em apresentar elementos suficientes a afastar as imputações a eles relacionadas.

26. Conforme já exposto nas Considerações Iniciais deste voto, entendo que a vedação à negociação de valores mobiliários de que trata o art. 13 da ICVM nº 358/02 não constitui vedação absoluta¹².

27. A vedação imposta pela Instrução supracitada guarda estreita relação com a prática do *insider trading*, de modo que se depreende, pela própria redação do art. 13, os requisitos de existência, de relevância, de acesso e de uso da informação relevante.

28. Cumpre destacar que a alegada existência da informação privilegiada e acesso privilegiado às informações contidas no ITR não foram objeto de impugnação da defesa, razão pela qual tais fatos restaram incontroversos.

29. Sobre a relevância das informações contidas no 2º ITR/2017, a defesa sustentou que os índices financeiros da Companhia — tais como a margem EBITDA, o perfil de estrutura de capital e endividamento da Grazziotin — se mantiveram estáveis em relação aos índices divulgados no ITR anterior, fato que, por si só, não justificaria alterações significativas nas expectativas do mercado em relação aos negócios da Companhia, o que evidenciaria a ausência de relevância das referidas informações.

30. Sobre o assunto, o então Diretor Gustavo Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13651, em 19.06.2018, pontuou que “*a presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo, a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel*”.

31. Embora a presunção de relevância das informações possa ser afastada mediante

¹² PAS CVM nº RJ2010/1666, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012; e PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 11.05.2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

apresentação de elementos probatórios pela defesa, não restou comprovado pelos Acusados que os índices constantes no ITR eram, de fato, previsíveis para o mercado ou que tais informações já estavam refletidas na cotação das ações da Companhia.

32. Com efeito, a mera constatação de que as informações acima apontadas se mantiveram estáveis não é suficiente para afastar a sua relevância e impacto nas decisões dos investidores do mercado¹³.

33. Quanto ao argumento de defesa de que “*é impossível identificar com precisão quais são os elementos e em que proporção eles impactam a cotação das ações no mercado*” e que a baixa liquidez do ativo e o volume de ações adquiridas pela Grazziotin no pregão imediatamente anterior poderia ter contribuído para a oscilação do papel, destaco que a CVM já sedimentou entendimento¹⁴ no sentido de que a oscilação, positiva ou negativa, da cotação da ação é dispensável na análise de caracterização do ilícito de *insider trading*.

34. Nesse sentido, entendo que os Acusados não lograram êxito em demonstrar que as informações contidas no 2º ITR/2017 não eram relevantes.

35. Ademais, os Acusados argumentaram que as operações questionadas decorreram de uma “oportunidade negocial”, razão pela qual Marcus Grazziotin optou por emitir as ordens de compra naquele momento, com o objetivo de cumprir com o Programa de Recompra de Ações em andamento.

36. Segundo a defesa, tal oportunidade consistiu no pagamento a preços iguais aos praticados na bolsa de valores, decorrente de negociações diretas entre a corretora que intermediava as negociações da Grazziotin e alguns acionistas da Companhia dispostos a vender tais ações. No entanto, “oportunidade negocial” não configura como hipótese de

¹³ Sobre o tema, o ex-Diretor da CVM, Pablo Renteria, no PAS CVM nº RJ2014/1020, j. em 12.09.2017, pontuou que “[d]esse modo, o acesso privilegiado a dados trimestrais, ainda que indiquem a manutenção do status quo financeiro da companhia, auxiliam o insider a decidir se convém reduzir, aumentar e manter a sua posição acionária. Enquanto os demais investidores podem ter diferentes expectativas em relação aos números trimestrais, que ainda não foram revelados, o insider tem certeza de que a situação financeira se manteve inalterada e, por consequência, se encontra em condição vantajada para negociar os papéis da companhia”.

¹⁴ PAS CVM nº RJ2012/13047, Rel. Dir. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 04.11.2014; e PAS CVM nº RJ 2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

exceção¹⁵ contida no art. 15-A da ICVM nº 358/02.

39. Os Acusados também aludiram ao fato de que as negociações ocorreram no âmbito de um Programa de Recompra de Ações, no que entenderam se aplicar a exceção do art. 15-A da ICVM nº 358/02. No entanto, o plano individual de investimento a que se refere o artigo supracitado nada se assemelha ao Programa de Recompra de Ações aprovado pela Assembleia da Companhia. O programa de recompra de ações pode ser contemplado no instrumento do plano individual de investimento¹⁶. Contudo, o que se demonstrou no caso em tela foi a simples formalização do Programa de Recompra de Ações, o qual era vago e que não mitiga a discricionariedade de negociação de valores mobiliários que o §2º do art. 15-A visa tenta coibir:

Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções

¹⁵ Como se alude do Relatório, a ICVM nº 358/02 foi alterada em 2015 pela ICVM nº 568. Na ocasião, o regulador incluiu o art. 15-A e distinguiu mais claramente a exceção já concedida anteriormente na Instrução original que viabilizava a negociação, por parte de determinados agentes, durante o período de vedação instituído pelo art. 13 da ICVM nº 358/02. Para tanto, a referida Instrução determinou a formalização de um plano individual de investimento que regulasse as negociações com ações de emissão da companhia. Por conseguinte, o artigo instituiu em seus parágrafos os requisitos indispensáveis ao enquadramento dos agentes na exceção que se criou. Com efeito, o plano individual de investimento foi regulado para retirar a discricionariedade dos agentes envolvidos com a companhia e que presumidamente tenham acesso a informações privilegiadas. Do mesmo modo, a necessidade de se firmar um plano individual confere previsibilidade de preço, quantidade e tempo das negociações, servindo, pois, como um meio eficiente de cumprir com a transparência de informações a que se subordinam as companhias e impedir que os agentes negociem mediante a prática de *insider trading*. Entretanto, importante destacar que o plano individual de investimento não se confunde com um programa de recompra de ações, regulado na então vigente ICVM nº 567/15. Enquanto o primeiro exige tamanho detalhamento, o segundo confere maior liberdade na especificação das condições de negociação. Em outras palavras, o programa de recompra se torna eficaz com a simples determinação de uma data de vigência e um limite máximo de ações a serem negociadas. Isto, porém, não limitaria discricionariedade alguma se aplicado sem a interpretação conjunta à ICVM nº 358/02, dotando, portanto, os agentes envolvidos com a companhia de ampla liberdade de negociar, mesmo em períodos vedados. Admitir a supressão do plano individual de investimento e atribuir seu papel de excepcionalidade ao programa de recompra de ações significaria criar brechas permanentes na regulação que tutela o *insider trading*, uma vez que a negociação em posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado restaria permitida pela simples celebração de um instrumento vago, simbólico e sem exigências específicas que pudessem mitigar a ocorrência do ilícito que se trata.

¹⁶ Em suma, o plano individual de investimento somente poderá ser aprovado pela Companhia se, em seus termos e condições, a discricionariedade dos agentes que negociam seja retirada, evitando o ilícito de *insider*. Para isso, é necessário que o plano de investimento seja inteira e detalhadamente traçado por uma estratégia de investimento clara e que possibilite extrair qualquer discricionariedade que o agente possa incorrer. O Programa de Recompra de Ações anexado aos autos não permite concluir que as negociações ocorreram apesar da informação relevante. Pelo contrário, a Companhia se limitou a estabelecer um prazo de vigência sem a indicação das datas específicas de negociação o que, por óbvio, possibilitou que as operações acontecessem em período de vedação. A meu ver, a estratégia adotada pela Grazziotin no Programa de Recompra não retirou, de forma alguma, a ocorrência de práticas arbitrárias de negociação por parte dos agentes mencionados no *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

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, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia. (...)

§ 2º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.

40. Outro ponto trazido pelos Acusados diz respeito ao histórico de negociações da Companhia que, segundo eles, é reconhecido pela CVM como contraindício para afastar a presunção de uso de informação privilegiada¹⁷. Os Acusados apontaram, a título exemplificativo, a realização de outras negociações com ações da Companhia em dezembro de 2016 e novembro de 2017, o que evidenciaria a inexistência de relação entre a divulgação de informações financeiras e/ou fatos relevantes e a recompra de ações pela Grazziotin.

41. No entanto, entendo que a realização de outros negócios em períodos vedados não isenta, por si só, os Acusados de sua responsabilidade no caso ora analisado. Afinal, os Acusados não demonstraram que as operações objeto deste PAS foram realizadas sem a utilização das informações contidas no 2º ITR/2017.

42. Além disso, o perfil de negociação dos acusados somente é considerado contraindício quando presente acusações pautadas em provas indiciárias¹⁸, ou seja, quando se tem um conjunto fragmentado de elementos probatórios que poderiam compor a prática do *insider*.

43. No caso em tela, o que se vê é que Marcus Grazziotin emitiu ordens de compra durante o período de vedação, sendo que ele próprio possuía informação considerada

¹⁷ Nesse sentido: PAS CVM nº 18/01, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 04.11.2004; PAS CVM nº 11/08, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 21.08.2012.

¹⁸ O assunto é muito bem abordado pelo Relator Diretor Roberto Tadeu Fernandes nos §§ 22 a 26 do voto do PAS CVM nº RJ2012/13047, j. em 04.11.2024; e PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

privilegiada e ainda não divulgada ao mercado. Importante pontuar que o 2º ITR/2017 foi divulgado após o fechamento do mesmo pregão em que a Companhia negociou as ações e, portanto, se fosse do interesse dos Acusados, o Plano de Recompra de Ações poderia ter sido executado no pregão imediatamente posterior, uma vez que a defesa não logrou êxito em demonstrar uma suposta urgência em relação às compras das ações da Grazziotin.

44. Os Acusados também argumentaram que o cancelamento das ações comprovaria a sua boa-fé e a ausência de intenção em obter vantagem indevida, uma vez que a posterior negociação daquelas resultaria em lucro muito maior do que a vantagem econômica indicada neste PAS.

45. Sobre a vantagem auferida, concordo com a Acusação no sentido de que a Companhia auferiu um ganho de R\$ 1.050.619,00 na compra das ações, uma vez que os papéis foram adquiridos pelos valores de R\$ 21,95 (CGRA3) e R\$ 22,29 (CGRA4) na data de fechamento das operações, enquanto que, no dia posterior à divulgação do ITR, as ações foram cotadas à R\$ 23,78 (CGRA3) e R\$ 24,35 (CGRA4).

46. Ora, resta evidente que a Companhia obteve vantagem indevida com os negócios realizados, tendo em vista que gastou menos recursos para adquirir 188.900 ações ordinárias e 342.200 ações preferenciais em 28.07.2017 do que teria despendido se a operação ocorresse em 31.07.2017, após a divulgação do 2º ITR/2007.

47. Ademais, ainda que assim não fosse, a CVM possui entendimento consolidado de que a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro, de modo que o resultado econômico das operações não é determinante para caracterização do ilícito¹⁹.

48. Além disso, os Acusados alegaram erro de proibição sob o pretexto de que Marcus Grazziotin agiu de boa-fé quando recorreu à corretora envolvida nas negociações e questionou a licitude das operações, de modo que “[d]iante da ausência de recomendação ou alertas em sentido contrário por parte do preposto da Corretora, a Companhia, mediante ordem dada pelo Sr. Marcus Grazziotin, concluiu as operações questionadas pela SEP acreditando que estava agindo de acordo com a regulamentação em vigor”.

¹⁹ PAS CVM nº 06/2003, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 14.09.2005; PAS CVM nº 13/2009, Voto Dir. Otavio Yazbek, j. em 13.12.2011; PAS CVM nº RJ2011/3665, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

49. O erro de proibição, contido no art. 21 do Código Penal²⁰ e no art. 3º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro²¹, é admitido como excludente de ilicitude em sede administrativa quando restar demonstrado que o agente não detinha meios que possibilitassem o seu conhecimento acerca da ilicitude de sua conduta, principalmente quanto há contradição entre os fatos e os termos da norma.

50. No caso em tela, os próprios Acusados reconheceram que o erro cometido era evitável, já que a simples indagação ao intermediário não exime o dever de diligência por parte do acusado. Em outras palavras, é esperado, tanto pelo regulador quanto pelo próprio mercado, que os administradores exerçam suas atividades dentro da companhia em observância aos seus deveres fiduciários e às normas legais e normativas a eles aplicáveis.

51. Nesse sentido, entendo pela não aplicabilidade de erro de proibição ao caso concreto.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

52. Por todo o exposto, voto pela rejeição da preliminar de ilegitimidade passiva arguida por Marcus Grazziotin.

53. Em relação ao mérito, concordo com a tese acusatória, razão pela qual voto pela condenação dos Acusados em relação às imputações a eles inferidas.

54. As infrações constatadas no presente PAS ocorreram antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas seguirão o disposto na legislação vigente à época dos fatos.

55. Observo que transgressões à ICVM nº 358/02 configuram infração grave, nos termos do art. 18 da referida Instrução, tratando-se, pois, de ilícito de elevada

²⁰ Art. 21. O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço. Parágrafo único - Considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência”

²¹ Art. 3º. Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

reprovabilidade, que abala a confiança dos investidores na simetria de informações e no funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários²².

56. Em relação à dosimetria da pena, em linha com precedentes do Colegiado, concluo pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente a duas vezes o ganho potencial auferido pela Grazziotin na negociação das ações, devidamente apontado no Termo de Acusação, que deve ser atualizada monetariamente pela variação do IPCA²³, como tem sido aplicado pela CVM.

57. Tendo em vista que as negociações foram tomadas por Marcus Grazziotin em nome da Companhia, proponho que o valor da multa a ser aplicada seja rateado na proporção de 25% para o primeiro e 75% para a segunda.

58. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76 e em observância aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela **condenação** de:

(i) **Marcus Grazziotin** à penalidade de **multa pecuniária** no valor total de **R\$ 749.568,28 (setecentos e quarenta e nove mil, quinhentos e sessenta e oito reais e vinte e oito centavos)**, por, na condição de Diretor Vice-Presidente, emitir ordens de compra, em 28.07.2017, de ações de emissão da Companhia em posse de informação ainda não divulgada ao mercado, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002; e

(ii) **Grazziotin S.A.** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 2.248.704,82 (dois milhões, duzentos e quarenta e oito mil, setecentos e quatro reais e oitenta e dois centavos)** por negociar, em 28.07.2017, ações de sua própria emissão durante período vedado de 15 dias anteriores à divulgação

²² Afinal, consoante bem apontado por Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM, “[a] inexistência dessa equidade [de informações], que favorece alguns investidores e não são de domínio geral, cria uma situação inaceitável que lesa esses novos investidores e os afasta da Bolsa pela sensação de desconfiança do sistema. Portanto, a utilização de informação privilegiada tem de ser combatida de forma implacável para criar um mercado dinâmico e estimulante à participação de novos entrantes” (COSTA, Roberto Teixeira da. Crises Financeiras: Brasil e mundo (1929-2023); coordenação Fábio Pahim Jr. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2023. p. 232).

²³ Valor atualizado até abril de 2024, referente ao último índice disponibilizado pelo BACEN <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPUBLICO/corrigirPorIndice.do?method=corrigirPorIndice>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do 2º ITR/2017 da Companhia, em violação ao art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de maio de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ANEXO ÚNICO

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

Participante de Negociação	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Valor atualizado até 04/2024²⁴ (R\$)
Marcus Grazziotin	1.050.619,00	28.07.2017	1.499.136,55
Grazziotin S.A.			

Multa (2x)	R\$ 2.998.273,10
-------------------	------------------

Obs.: Atualização pelo IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil.

²⁴ Índice não disponível para maio/2024



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007727/2018-84

Reg. Col. 1440/19

- Acusados:** Grazziotin S.A.; Marcus Grazziotin
- Assunto:** Apurar responsabilidade por supostas aquisições indevidas, no âmbito de compras de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4, realizadas no período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017 da Grazziotin S.A.
- Relator:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto do Diretor Relator, mas faço algumas considerações adicionais sobre aspectos que se mostraram relevantes para o meu convencimento, e afastam minhas conclusões no presente caso do voto que proferi no PAS CVM nº 19957.007285/2022-52.
2. A Companhia alega que as aquisições de ações em 28/07/2017 se deram em razão de um plano de recompra que entrou em vigor em 01/07/2017. Eu não vejo razões para duvidar da afirmação – ao contrário, acredito que a motivação para as negociações tenha sido mesmo esta. Tanto que, me parece plausível que tal plano tenha impulsionado o ímpeto da Companhia de adquirir ações antes da divulgação do 2º ITR – data a partir da qual os papéis poderiam extrapolar a casa dos R\$23,00, valor tido como “muito alto” conforme e-mail da Sra. R.G. de 21/07/2017, juntado ao processo.
3. Com efeito, ainda que se esteja tratando de um resultado financeiro moderadamente favorável, era razoável supor que o preço das ações poderia ser positivamente afetado. Essa conclusão me leva a dois desdobramentos, um no âmbito das preliminares, outro no mérito.
4. A defesa alega, corretamente, que, em casos como este, deve haver uma separação entre a pessoa jurídica e a pessoa natural. Não discordo da afirmação, mas qualifico-a. Essa separação é uma premissa para o exame das circunstâncias, mas ela não é inabalável.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

5. Aqui, as evidências mostram que o Sr. Marcus Grazziotin foi o executor das ordens que resultaram na negociação das ações – presumivelmente, de acordo com a tese acusatória, para administrar a incerteza das cotações pós-divulgação.
6. Em vista dos comentários acima, no mérito, o resultado é o mesmo encontrado pelo Diretor Relator, que se deteve tratando do preenchimento de cada um dos elementos dos tipos. Não pretendo repetir os trechos do seu voto, mas destaco que, no caso, se está diante de uma situação peculiar.
7. Com o intuito de evitar algumas injustiças, consolidou-se o entendimento que o art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002 deveria ser interpretado como uma presunção relativa de relevância e de acesso às informações financeiras nos 15 dias que antecedem a sua divulgação. Por se tratar de presunção relativa, o afastamento da tese acusatória dependia da apresentação de prova em contrário. Na maior parte dos casos, isso ocorria comprovando-se que o defendente não tivera contato com a informação privilegiada – isto é, com base na presunção de acesso¹.
8. Ocorre que, neste processo, os acusados não só tiveram acesso às informações relevantes (caracterizando a infração objetiva), como também incentivos para buscar evitar realizar as aquisições de ações logo após a divulgação dos resultados. O açodamento na realização das compras pesa ainda mais como indício, tendo em vista que o programa de recompra permitia a sua realização pela diretoria até 15/12/2017.
9. Guardadas as devidas diferenças, mas também respeitando as semelhanças (uma vez que ambos os casos tratam de recompras de ações), é justamente no ponto da intencionalidade que entendo que este processo e o PAS CVM nº 19957.007285/2022-52 seguem caminhos distintos, resultando em conclusões opostas.

¹ Isso porque a presunção de acesso sempre foi de muito mais fácil demonstração que a presunção de relevância.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10. Daí porque, em resumo, como já antecipei, acompanho o Diretor Relator.

Rio de Janeiro, 28 de maio de 2024.

Marina Copola

Diretora