



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/13353

Reg. Col. 9798/2015

**Acusados:**

Michael Lenn Ceitlin

Paulo Roberto Leke

Cristiano Jacó Renner

Edson Queiroz Barcelos Junior

José Maria de Cesarino Henriques Soares

Zephar Participações Ltda.

YA Global Investments BR, LLC

**Assunto:**

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

**Diretor Relator:**

Pablo Renteria

### VOTO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) em face de administradores e de acionista controlador da Mundial S.A. – Produtos de Consumo (“Mundial” ou “Companhia”), bem como da sociedade YA Global Investments BR, LLC (“Fundo Global”), para apurar supostas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

irregularidades praticadas no âmbito do aumento de capital da Companhia aprovado por seu conselho de administração em 26.4.2012.

2. O Termo de Acusação identificou duas supostas irregularidades, quais sejam: (i) a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/1979; e (ii) a atualização intempestiva do Formulário de Referência da Mundial, em desacordo com o art. 24, §3º, II, da Instrução CVM nº 480/2009.

3. Antes de abordar o mérito das acusações, cumpre examinar as questões suscitadas pela defesa em sede preliminar.

### **I. Preliminares**

4. A defesa suscita algumas causas de nulidade deste processo administrativo sancionador. De uma parte, alega prejuízo insanável ao contraditório e ao exercício da ampla defesa em virtude de o Termo de Acusação fazer referência a documento denominado “Anexo I”, que, contudo, não foi acostado aos autos ao tempo do oferecimento da acusação.

5. A esse respeito, vale mencionar que, por meio de despacho proferido em 7.8.2017 (fls. 676), determinei a devolução dos autos à SEP para que providenciasse a inclusão do referido documento (fls. 679 a 708). Uma vez efetuada tal diligência, determinei, nos termos previstos no art. 24 da Deliberação CVM nº 538/2008, que os acusados fossem intimados para que tivessem a oportunidade de se manifestar a respeito do documento (fls. 709).

6. Ato contínuo, os acusados Michael Lenn Ceitlin, Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó Renner, Zephar Participações Ltda., Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares apresentaram por escrito as considerações que julgaram pertinentes. Como se vê, o contraditório e a ampla defesa restaram plenamente respeitados, de modo que a ausência momentânea do referido Anexo I, suprida oportunamente, não trouxe qualquer prejuízo aos acusados. Afasto, portanto, a nulidade arguida com base nesse fundamento.

7. Por sua vez, a segunda causa de nulidade suscitada pela defesa refere-se à suposta inépcia da peça acusatória, que não atenderia aos requisitos normativos estabelecidos nos incisos III e IV do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008, na medida em que não conteria a individualização da conduta dos acusados tampouco descreveria a participação de cada um



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

deles nas infrações apuradas. Argui-se, ademais, que a peça não identificaria os dispositivos legais ou regulamentares que teriam sido infringidos.

8. Na mesma direção, aduz-se que acusação seria contraditória, vez que a capitulação jurídica, contida na peça acusatória, não seria congruente com a descrição dos fatos imputados aos acusados.

9. Os argumentos, contudo, não convencem. A SEP se desincumbiu do ônus de apontar, no Termo de Acusação, os fatos que demonstrariam a ocorrência das infrações assim como as provas que atestariam a participação de cada acusado. Ademais, o Termo de Acusação indica, claramente, os dispositivos regulamentares que teriam sido violados.

10. Convém ressaltar a propósito que, nos termos do art. 9º da Deliberação CVM nº 538,<sup>1</sup> de 2008, as peças acusatórias elaboradas pelas áreas técnicas da CVM se submetem a prévio controle de legalidade, desempenhado pela Procuradoria Federal Especializada – PFE, a quem compete analisar objetivamente a observância dos requisitos do art. 6º e o cumprimento do art. 11 da aludida Deliberação.

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

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

13. Em definitivo, tais alegações confundem-se com o mérito da acusação, sendo, portanto, descabido seu exame em sede preliminar. Desta feita, rejeito a arguição de nulidade,

---

<sup>1</sup> “Art. 9º Antes da intimação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data do termo de acusação, analisando objetivamente a observância dos requisitos do art. 6º e o cumprimento do art. 11. Parágrafo único. A Superintendência que tiver oferecido o termo de acusação poderá, considerando o parecer da PFE, arquivar o processo.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

deixando, para adiante, o exame, com base nos elementos de prova contidos nos autos, da eventual participação dos diferentes acusados na suposta prática não equitativa.

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

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

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

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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

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

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

## **II. Da prática não equitativa no mercado de valores mobiliários**

### **II.1. Considerações gerais sobre o *Stand-by Equity Distribution Agreement***

21. O presente caso trata de operação denominada comumente, em outras jurisdições, de **Private Investment in Public Equity** – PIPE, que traduz arranjo de financiamento por meio do qual determinado investidor – no caso o Fundo Global – compromete-se a subscrever privadamente ações da companhia aberta, por meio de um ou mais aumentos de capital. Pode-se dizer, em analogia com a linha de crédito, oferecida por instituições financeiras, que o investidor-financiador proporciona linha de **equity** à companhia, colocando à sua disposição recursos destinados a reforçar o seu patrimônio líquido, em contrapartida ao pagamento da remuneração contratualmente ajustada.<sup>2</sup>

22. Como já tive a oportunidade de manifestar no julgamento do PAS RJ2012/13605, realizado em 23.8.2016, os benefícios desse tipo de arranjo para a companhia que dele se utiliza se prestam a controvérsia. De uma parte, afirma-se que o PIPE apresenta vantagens em

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

comparação à oferta pública de ações, revelando-se especialmente interessante para companhias abertas de pequeno ou médio porte em delicada situação de solvência, como, aliás, encontrava-se a Mundial à época dos fatos.<sup>3</sup> Nessa direção, as virtudes do PIPE seriam: (i) a certeza da captação de recursos; (ii) a maior velocidade para a sua obtenção; (iii) os menores custos de captação; (iv) a não sujeição à existência das janelas de mercado.

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

24. Além disso, discute-se a efetividade do PIPE para a recuperação da saúde financeira da empresa. Nesse tocante, tem-se observado, em outras jurisdições, que muitas companhias que recebem esse tipo de financiamento acabam, não obstante, caindo em estado de insolvência, no médio prazo.<sup>4</sup>

25. No entanto, esse é um debate a ser travado em outra oportunidade, uma vez que extrapola o escopo deste processo sancionador. Como já mencionei no julgamento do referido PAS RJ2012/13605, a ponderação das vantagens e desvantagens do PIPE traduz questão afeta à apreciação dos administradores e, eventualmente, dos acionistas controladores. Antes de

---

<sup>3</sup> Nessa direção, na doutrina especializada: “(...) the large majority of PIPE deals are undertaken by small public companies. These companies generally pursue PIPEs not because they offer advantages over other financing alternatives but because the companies have no other financing alternatives. By and large, PIPE issuers are not only small in terms of market capitalization but have weak cash flow and poorly performing stocks. A recent study of PIPE issuers by Professors Chaplinsky and Haushalter found that ‘more than 84% of PIPE issuers have negative operating cash flow and over 50% of the issuers have falling stock prices in the year prior to issue.’ Further, a majority of them will run out of cash within a year unless they obtain additional financing. Thus, traditional forms of financing are simply not an option. Few, if any, investment banking firms are willing to underwrite follow-on offerings for small, distressed public companies. Further, these companies lack the collateral and financial performance to qualify for bank loans and the upside potential to attract traditional private equity financing (William K. Sjostrom, Jr., *Private Investments in Public Equity*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2.1, 2007, pp. 386-387).

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

firmar tal acordo, cumpre-lhes avaliar os efeitos da operação e negociar os seus termos no melhor interesse da companhia, desincumbindo-se, desse modo, de seus deveres legais. Aos administradores, em particular, compete agir com diligência, buscando, nos limites do tempo de que dispõem, as informações necessárias à tomada de decisão e examinando cuidadosamente os variados aspectos do negócio.

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

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

### **II.2. Dos elementos integrantes da prática não equitativa**

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

29. Na estrutura do tipo administrativo identificam-se uma conduta dolosa e um resultado. Este consiste na vantagem que a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade proporciona ao agente em detrimento dos demais participantes da operação efetuada no



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

mercado. A conduta, por sua vez, revela-se na prática consciente e deliberadamente conduzida com o fim de alcançar aludido resultado.<sup>5</sup>

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

“O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes.”<sup>6</sup>

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

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

33. Os defendentes, a seu turno, procuram demonstrar que cada uma das supostas falhas identificadas pela acusação é não apenas improcedente como também inapta a caracterizar a prática não equitativa. Seguindo a mesma lógica, examinarei, separadamente, cada um dos

---

<sup>5</sup> IA CVM nº 06/94, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 21.3.2002. Veja-se, também, IA CVM nº 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 23.11.2000.

<sup>6</sup> PAS 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 23.11.2000.





## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aspectos do aumento de capital que, segundo a acusação, concorreram para a ocorrência do ilícito.

### **II.3. Do procedimento de definição do preço de emissão**

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

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

- (i) o preço de emissão corresponderia ao maior dos seguintes valores: (a) o preço mínimo aceitável (“Preço Mínimo Aceitável”) informado pela Companhia ao Fundo Global, por meio de **Advance Notice** (“Notificação Prévia”) enviada previamente ao início do período de precificação definido contratualmente; (b) 97% do preço correspondente à média das 3 menores cotações médias diárias ponderadas pelo volume, observadas durante o período de precificação definido contratualmente (“Preço de Mercado”);
- (ii) o período de precificação abrange 10 pregões consecutivos, tendo início no pregão subsequente ao recebimento da Notificação Prévia pelo Fundo Global; e
- (iii) o montante de recursos a serem aportados pelo Fundo Global no aumento de capital seria reduzido em 10% para cada um dos pregões do Período de Precificação em que a cotação média ponderada pelo volume se revelasse inferior ao Preço Mínimo Aceitável.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

36. Em vista disso, a SEP concluiu que o Conselho de Administração não tinha liberdade para fixar o preço de emissão das novas ações. Segundo a acusação, o preço foi definido de acordo com o estipulado no SEDA, e não com base nos critérios legais estabelecidos no § 1º do art. 170, que procuram assegurar que o preço de subscrição corresponda ao valor econômico das ações.

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

38. Os defendentes refutam as alegações e afirmam que o Conselho de Administração tinha liberdade para definir o preço de subscrição das novas ações. Tanto é que fixaram o preço em R\$ 0,37, valor superior tanto ao Preço Mínimo Aceitável – correspondente a R\$ 0,36 – como ao Preço de Mercado, que foi apurado em R\$ 0,3620.<sup>7</sup> Argumentam, nessa direção, que os critérios estabelecidos no SEDA serviriam apenas para estabelecer o preço de subscrição que vincularia o Fundo Global a participar do aumento de capital. Ao Conselho de Administração, portanto, era lícito fixar livremente o Preço Mínimo Aceitável, cujo valor, inclusive, poderia ser superior às médias diárias ponderadas pelo volume observadas durante o período de precificação. A única consequência que daí resultaria, de acordo com o contrato, é que o Fundo Global ficaria desobrigado de aportar recursos na subscrição de ações.

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

---

<sup>7</sup> O valor de R\$ 0,3620 é obtido pela aplicação do método de precificação previsto no SEDA. As 3 menores médias durante o período de precificação foram: R\$ 0,3824, R\$ 0,3697 e R\$ 0,3676, cuja média equivale a R\$ 0,3732. Aplicando-se o percentual de 97%, chega-se ao valor de R\$ 0,3620.



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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

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

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

43. Nesse contexto, havia forte incentivo para que a administração da Companhia estabelecesse um Preço Mínimo Aceitável próximo às cotações médias diárias que vinham sendo observadas, de modo a não frustrar o aumento de capital. Considerando que a Companhia atravessava importante crise financeira e tinha se comprometido a remunerar o Fundo, pode-se dizer que tal incentivo era mesmo significativo.

44. No entanto, como já mencionado acima, não me parece necessário apreciar se, de fato, o Conselho de Administração tinha liberdade para estabelecer o preço de emissão e se, da forma como foi conduzida, a precificação contrariou as disposições contidas nos §§ 1º e 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. Isto porque, ainda que fossem procedentes os argumentos da SEP, não seria possível, a meu ver, vislumbrar qualquer prática não equitativa. Afinal, o fato



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de o preço ter observado os parâmetros convencionados no SEDA não indica que o Fundo Global tenha sido colocado em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Ao reverso, ainda que se admitam as irregularidades apontadas pela SEP, o procedimento de precificação, em si, não estabeleceu distinções entre os subscritores do aumento de capital.

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

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

### **II.4. Da divulgação de informações sobre o SEDA e o aumento de capital**

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

48. Em particular, a SEP sustenta que os acusados omitiram deliberadamente do mercado que o SEDA previa a celebração de contrato de empréstimo de ações de emissão da Mundial entre, de um lado, a acionista controladora Zephar e, de outro, o Fundo Global, o qual venderia as ações dessa forma recebidas durante o período de precificação para, com o



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

montante arrecadado, subscrever o aumento de capital, valendo-se para tanto do direito de subscrição cedido por acionista da Companhia. Em seguida, a Zephar receberia, em pagamento do mútuo, as ações subscritas pelo Fundo Global.

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

50. A Companhia somente divulgaria novo comunicado ao mercado em 26.4.2012 com o fim de informar a aprovação do aumento de capital. A essa altura, o empréstimo já havia sido aperfeiçoado, mediante a entrega das ações ao Fundo Global. No entanto, uma vez mais, tal informação foi omitida do mercado.

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

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

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

54. Tais argumentos, todavia, não merecem prosperar. Como todos sabem, um dos pilares da regulação do mercado de valores mobiliários é o princípio do **full and fair disclosure**, segundo o qual os investidores devem ser capazes de tomar as suas decisões econômicas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dispondo do mesmo nível de informação sobre os emissores e seus valores mobiliários. A informação deve ser verdadeira, precisa e completa.<sup>8</sup>

55. Nessa toada, as companhias abertas sujeitam-se ao cumprimento de obrigações de informação previstas em lei ou estabelecidas pela CVM em diversos instrumentos normativos,<sup>9</sup> dentre os quais convém destacar as Instruções nº 358, de 2002, nº 361, de 2003, nº 400, de 2003, nº 480, de 2009, e nº 481, de 2009.

56. A Instrução nº 480, de 2009, é a coluna mestre desse arcabouço regulatório, pois é nela que se encontram dispostas as regras fundamentais de obtenção, manutenção e cancelamento do registro junto à CVM dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados.<sup>10</sup> Nessa esteira, referida Instrução define os alicerces do regime informacional a que se submetem as companhias abertas bem como estabelece regras básicas a serem observadas na divulgação de informações.

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

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

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

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

<sup>8</sup> De acordo com o art. 4º da Lei n.º 6.385/1976, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Nesse sentido, ao discorrer sobre o princípio do **full disclosure**, Modesto Carvalhosa afirma que “[o] sistema de revelação dos fatos negociais e institucionais relevantes da companhia constitui a mais importante salvaguarda para os investidores, porque lhes permite avaliar, por si mesmos, todos os dados necessários para a verificação do efetivo preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia”. Ainda segundo o autor, esse sistema objetiva “não só a proteção legal dos acionistas, mas também a segurança jurídica do público investidor e da própria estrutura do mercado de capitais, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia” (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3º volume, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 411-412).

<sup>9</sup> O art. 22, § 1º, da Lei n.º 6.385/1976 atribui competência à CVM para expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação.

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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

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

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

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

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

60. A primeira é que, diferentemente do alegado pela defesa, o empréstimo de ações não consubstanciava mera faculdade de exercício incerto e ignorado pela administração da Mundial. Ao reverso, a Cláusula 7.01.n do SEDA estabelecia que a Companhia somente poderia enviar Notificação Prévia ao Fundo, solicitando a subscrição de ações em futuro aumento de capital, caso este último já tivesse tomado emprestadas ações com valor de mercado pelo menos equivalente ao da subscrição.<sup>11</sup> Ou seja, o empréstimo consubstanciava etapa obrigatória e necessária à execução do SEDA e, por conseguinte, à realização do aumento de capital. Desse modo, a divulgação dessa etapa teria colocado os investidores em condições de avaliar, corretamente, o SEDA, notadamente a forma pela qual o Fundo Global pretendia financiar a sua participação no aumento de capital.

---

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

61. A segunda razão é que tal informação teria indicado ao mercado a real dimensão do risco que o Fundo Global estava disposto a assumir ao participar do aumento de capital da Mundial. Tal aspecto, a meu ver, é de inegável relevância, especialmente por se tratar de companhia que, à época dos fatos, enfrentava grave e notória crise financeira. Nesse contexto, era mesmo de se esperar que a celebração pela Companhia de uma linha de **equity** com novo investidor, que se comprometia a subscrever ações sempre que solicitado até US\$ 50 milhões, gerasse a percepção de que ele confiava de tal modo na recuperação financeira da Companhia que estava disposto a correr o risco do empreendimento. Logo se vê, portanto, que a divulgação do contrato de empréstimo de ações teria dissipado essa falsa expectativa, revelando ao mercado que, em realidade, o Fundo Global tinha, desde o início da operação, a intenção de desfazer-se das ações subscritas tão logo consumado o aumento de capital, entregando-as à controladora Zephar, em cumprimento do empréstimo celebrado.<sup>12</sup>

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

63. A propósito, convém afastar o argumento da defesa de que o empréstimo teria sido divulgado ao mercado por meio do formulário “Valores Mobiliários negociados e detidos”. Ocorre que tal documento se limitou a informar, de forma totalmente descontextualizada, a realização de empréstimos de 5.200.000 ações por pessoa ligada ao Conselho de Administração em 29.3.2012. Com efeito, o formulário não revelou que o mutuante era a Zephar e o tomador, o Fundo Global. Tampouco esclareceu que a operação estava inserida no âmbito maior do SEDA e do futuro aumento de capital da Companhia, que, frise-se, naquela data sequer havia sido divulgado ao mercado. Ou seja, era impossível depreender da leitura do formulário qual seria a estratégia de financiamento que o Fundo Global empregaria na

---

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





## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

subscrição de ações, o que, como já mencionado, tinha relevância inegável para a correta compreensão da operação como um todo.

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

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

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

67. Em suma, tudo isso permite concluir que não foram prestadas ao mercado informações completas sobre o SEDA e o aumento de capital, como exigido pelo art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009. Foram omitidas do mercado informações relevantes – a saber, a intenção de



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

realizar aumento de capital no mês de abril de 2012, as datas compreendidas no período de precificação e o empréstimo de ações em favor do Fundo Global – que deveriam ter sido divulgadas na forma prevista na regulamentação vigente.

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

69. Criou-se, desse modo, grave assimetria informacional entre os participantes do aumento de capital, uma vez que somente o Fundo Global e a Zephar puderam negociar no período de precificação e subscrever ações de posse de informações que, como visto linhas acima, eram relevantes para a compreensão da operação como um todo. Tal assimetria traduz verdadeira *vantagem informacional indevida*, sendo, portanto, o primeiro elemento de caracterização da indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade a que se refere o ilícito da prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

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

### **II.5. Da negociação pelo Fundo Global de ações de emissão da Mundial durante o aumento de capital**

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

72. Conforme demonstrado no curso da instrução deste processo, mediante a produção de provas que não foram contestadas pela defesa, o Fundo Global tomou emprestadas ações da



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

controladora Zephar, vendeu parte dessas ações durante o período de precificação, e utilizou os recursos assim obtidos para acompanhar o aumento de capital. Na sequência, devolveu as novas ações à Zephar, quitando o empréstimo.

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

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

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

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

77. Chego, nesse passo, à segunda afirmação da acusação, segundo a qual a operação teria proporcionado ao Fundo Global “ganho quase sem risco”. Os defendentes rebatem-na com o



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

argumento de que toda decisão de investimento é tomada com base na expectativa de ganho, de modo que, nesse particular, o Fundo não teria agido diferentemente de qualquer outro investidor (fls. 643 e 644).

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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

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

84. Assim, em 29.3.2012, a Zephar emprestou ao Fundo Global 5.200.000 ações de emissão da Mundial, cujo valor de mercado representava o montante máximo que, nos termos do SEDA, este poderia ser chamado a subscrever em um aumento de capital.<sup>13</sup> Em 9 de abril, a administração da Companhia enviou a Notificação Prévia ao Fundo Global, solicitando o aporte, no próximo aumento de capital, de R\$ 2.080.000,00, equivalente a 5.200.000 ações ao preço médio da ação no mesmo dia.<sup>14</sup> Nesse documento, também foi informado que o Preço Mínimo Aceitável seria de R\$ 0,36, o qual se revelava inferior às cotações médias diárias que vinham sendo observadas no pregão da bolsa. No mesmo dia, teve início o período de precificação, que se encerraria no dia 20 do mesmo mês. Durante esse período, o Fundo Global “shorteou” o papel da Mundial, levantando recursos que seriam, em seguida, empregados na subscrição.

85. No dia 26 de abril, a administração da Companhia e o Fundo Global firmaram o Documento de Liquidação, no qual foram definidos os termos da participação daquele fundo

<sup>13</sup> Ver nota 11.

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

no aumento de capital. Como se pode ler no referido documento, as partes fixaram o preço de emissão em R\$ 0,37 e diminuíram a importância dos recursos que o Fundo Global teria de aportar no aumento de capital. O montante de R\$ 2.080.000,00, informado na Notificação Prévia, foi então reduzido para R\$ 1.700.000,00, equivalente a 4.594.594 ações.

86. No mesmo dia 26, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado (fls. 88 e 89), informando que o Fundo Global aportaria R\$ 1.410.884,00, subscrevendo 3.813.200 ações da Mundial, em flagrante divergência com os montantes acordados entre as partes no Documento de Liquidação (fls. 96 a 98), mantendo o mercado em erro acerca da efetiva participação do Fundo Global no aumento de capital.<sup>15</sup>

87. O que se observa da lista de subscritores do aumento de capital (fls. 102 a 104) é que o Fundo Global de fato subscreveu a quantidade fixada no Documento de Liquidação, equivalente ao montante de R\$ 1.700.000,00. Considerando as comissões a serem pagas, da ordem de R\$ 487.550,00 (fls. 97), o Fundo Global pagaria à Companhia o montante líquido de R\$ 1.212.450,00, valor inferior ao total de recursos que ele tinha conseguido levantar durante o período de precificação (R\$ 1.475.149,00).<sup>16</sup> Significa dizer, portanto, que a estratégia de financiamento havia se revelado bem-sucedida.<sup>17</sup>

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

89. Vale frisar, aqui novamente, que, nos termos do SEDA, a Companhia, previamente ao envio da Notificação Prévia em 9.4.2012, deveria ter divulgado ao mercado informações acerca da subscrição particular de ações, inclusive o período no qual se daria a precificação.

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

<sup>16</sup> Conforme negociações relacionadas na tabela de fls. 708.

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No entanto, como já exposto, não se tem notícia desse comunicado, de sorte que o aumento de capital apenas foi divulgado no dia 26.4.2012, quando o período de precificação já havia sido encerrado.

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

### **II.6. Da autoria e do dolo**

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

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

93. Além disso, na qualidade de principal diretor da Mundial, Michael Ceitlin era o principal responsável pelo modo de condução do aumento de capital, tendo praticado os principais atos examinados neste processo. Com efeito, foi ele quem assinou o SEDA, a Notificação Prévia e o Documento de Liquidação, em nome da Companhia. Em definitivo,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Michael Ceitlin tinha pleno controle das consequências da prática ilícita, tendo sido diretamente responsável pelas falhas informacionais que colocaram o Fundo Global em posição privilegiada para participar do aumento de capital, consoante exposto neste voto.

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

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

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





## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

para a consumação do ilícito, tendo provido os meios necessários para que o Fundo Global estivesse em condição de seguir a sua estratégia de financiamento da subscrição de ações enquanto todos os demais participantes do mercado eram mantidos às escuras.

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

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

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

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

101. No entanto, tal fato, por si só, não me parece suficiente para comprovar, de maneira inequívoca, a concorrência dolosa dos conselheiros Paulo Roberto Leke, Cristiano Jacó



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Renner, Edson Queiroz Barcelos Junior e José Maria de Cesarino Henriques Soares na produção da prática não equitativa. A meu ver, restam dúvidas ponderosas a respeito do desígnio que animava os conselheiros, pois não se pode afastar, com base nas provas dos autos, de que tenham aprovado o aumento, sem apor qualquer ressalva, por confiar nas informações recebidas do diretor de relações com investidores, que também era presidente do Conselho. Também não se pode afastar a hipótese de que tenham aprovado a operação sem tomar conhecimento das falhas informacionais, em razão de uma possível falta de diligência na supervisão dos atos praticados pela diretoria.

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

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

### **III. Falta de atualização do Formulário de Referência**

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



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

105. O Formulário de Referência deveria ser sido atualizado até o dia 28.6.2012, ou seja, até 7 (sete) dias úteis após a referida homologação. A atualização, contudo, aconteceu apenas no dia 3.7.2012, ou seja, fora do prazo estabelecido no diploma legal em comento.

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

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

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

#### **IV. Conclusão**

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

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

111. A concessão de privilégios para determinado investidor, em detrimento dos demais participantes do mercado, como verificado no presente caso, gera a percepção extremamente danosa para o desenvolvimento do mercado brasileiro de que as oportunidades de ganho e de



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

perda não são as mesmas para todos. A consequência disso é o abalo na credibilidade do mercado e a disseminação junto aos investidores, especialmente junto aos pequenos poupadores, de que o investimento em valores mobiliários não é destino seguro para a aplicação de seus recursos.

112. De outra parte, como exposto neste voto, a acionista controladora Zephar foi partícipe da prática não equitativa, uma vez que contribui, de maneira ativa e intencional, para sua consumação. Entendo que também deva ser responsabilizada, observando-se a aplicação analógica do art. 29 do Código Penal, de acordo com o qual “quem, de qualquer modo, concorre para o crime incide nas penas a este cominadas, na medida de sua culpabilidade”.

113. Diante disso, voto nos seguintes termos:

- (i) condenação de YA Global Investments BR, LLC à penalidade de proibição temporária por 5 (cinco) anos de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, com fulcro no inciso VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (ii) condenação de Michael Lenn Ceitlin à penalidade de inabilitação temporária por 2 (dois) anos para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, com fulcro no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;
- (iii) condenação de Zephar Participações Ltda. à penalidade pecuniária no valor de 300.000,00 (trezentos mil reais), com fulcro no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, vedada pelo item I da Instrução CVM nº 08/79;



## 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.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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

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

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

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2017

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR